



UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA

CARRERA DE POSGRADO
MAESTRÍA EN FINANZAS

Tema: El Método TOP-DOWN. Descripción y aplicación en el armado de portafolios de inversión.

Autor: Leonardo Román Guidi.

Director: Luciano Machain.

Fecha: Agosto de 2022

Resumen:

El proceso de armado de un portafolio de inversión puede implementarse utilizando metodologías de diferentes tipos; las hay de tipo cuantitativo, como los portafolios eficientes de Markowitz, los portafolios que surgen del modelo de Black-Litterman o los portafolios 'smart beta'; las hay de tipo cualitativo, como los portafolios que construyen los 'value investors' entre quienes se destacan Warren Buffett, Charlie Munger, Peter Lynch, Howard Marks y Li Lu; y existen también metodologías híbridas que utilizan partes de ambos mundos, como la que lleva adelante el método Top-Down.

Debido a que el autor de este trabajo de investigación considera que la metodología Top-Down es la más sensata para armar un portafolio de inversión gracias a que combina exitosamente elementos cuantitativos y cualitativos presentes en las otras metodologías, este trabajo de investigación se dedica a explicar paso a paso y con el mayor nivel de detalle posible el procedimiento de armado de un portafolio de inversión mediante la implementación de esta metodología.

Palabras clave: Markowitz, portafolio, diversificación, asignación de capital, activos financieros, inversión

Índice

Introducción.....	8
Objetivo.....	12
Hipótesis.....	12
Diseño metodológico.....	12
Capítulo 1: El método TOP-DOWN.....	14
Invertir es una ciencia	14
El cerebro de Einstein y el mercado financiero	16
¿Qué es el método TOP-DOWN?.....	18
El método Top-Down significa pensar 70-20-10.....	20
Índices de referencia	20
El método TOP-DOWN deconstruido.....	25
Estrategia de implementación	28
Capítulo 2: Análisis de los drivers de alto nivel.....	33
Drivers económicos/financieros.....	34
Relación entre el rendimiento de las acciones, las variaciones del PBI y el nivel de empleo	34
Características de una corrección de mercado de acciones	40
Las 4 reglas de los mercados bajistas de acciones en países desarrollados	43
¿Cómo detectar burbujas financieras?.....	53
¿Qué tipos de activos obtienen habitualmente los mejores rendimientos en cada contexto económico?.....	61
Acciones	61
Bonos.....	62
Commodities.....	63
Real Estate (inversiones inmobiliarias)	68
Drivers políticos	75
El mercado financiero de EEUU y los ciclos presidenciales	78
Drivers psicológicos/emocionales	82
Percepción del riesgo por parte de los inversores	83
¿Cuáles son las principales teorías y conceptos de las finanzas del comportamiento que influyen en la percepción del riesgo de los inversores?	96
El rol de las emociones en la valoración de activos financieros	106
Capítulo 3: Análisis de Industrias	123

Modelo de amenazas contextuales	124
Amenazas de nuevos competidores.....	126
Amenaza de incremento de la rivalidad entre competidores actuales	132
Amenazas de productos/servicios sustitutos.....	133
Amenazas de aumento del poder de negociación de los proveedores.....	134
Amenazas de aumento del poder de los clientes	135
Amenazas contextuales y rendimiento promedio de la industria	136
Complementadores: Una pseudo-fuerza competitiva	137
Amenazas contextuales vistas como oportunidades.....	139
Oportunidades basadas en la estructura de la industria	143
Oportunidades en industrias fragmentadas: Consolidación.....	144
Oportunidades en industrias emergentes: Ventajas de ‘ser el primero’	145
Oportunidades en industrias maduras	149
Oportunidades en industrias declinantes	152
Oportunidades en industrias de red.....	155
Oportunidades en industrias de núcleo vacío	157
Resolviendo los problemas de la industria desregulada de la aviación comercial en EEUU	162
Capítulo 4: Análisis de Empresas.....	166
Paso 1: Entender las principales características del negocio de la empresa	168
¿Estoy dispuesto a dedicar todo el tiempo que sea necesario para aprender acerca del negocio?	169
¿Cómo analizarías el negocio de la empresa si fueras a convertirte en su CEO?	169
¿Puedes explicar, con tus propias palabras, de qué manera opera la empresa?.....	170
¿De qué manera la empresa obtiene ingresos y genera ganancias?	175
¿Cómo han evolucionado los negocios de la empresa a lo largo del tiempo?.....	175
¿En qué países la empresa opera sus negocios y cuáles son los riesgos operativos de los mismos?....	176
Paso 2: Entender el negocio desde la perspectiva del cliente	180
¿Cuál es el tipo de cliente ‘clave’ de la empresa?.....	182
¿La base de clientes de la empresa está concentrada o diversificada?	183
¿Es sencillo o difícil convencer a los clientes de adquirir los productos/servicios de la empresa?	183
¿Cuál es la tasa de retención de clientes de la empresa?.....	184
¿Cómo es la interacción de la empresa con sus clientes?	185

¿Cuáles son los problemas que la empresa les soluciona a sus clientes?	187
¿Hasta qué punto son los clientes dependientes de los productos/servicios de la compañía?	188
Si la empresa desapareciera mañana, ¿Qué impacto tendría eso sobre su base de clientes?	189
Paso 3: Evaluar las fortalezas y debilidades del negocio y su historia	189
¿Tiene la empresa ventajas competitivas sostenibles en el tiempo? En caso afirmativo, ¿Cuáles son sus fuentes?	190
¿Posee la empresa la capacidad de aumentar los precios sin perder clientes?	219
¿Pertenece la empresa a una industria cuyos drivers son favorables para el contexto que está atravesando el mercado financiero, la economía y la política?	225
¿Cómo ha evolucionado la industria a lo largo del tiempo?	228
¿Cómo es el entorno competitivo de la industria y qué tan intensa es la competencia?	231
¿Qué tipo de relación tiene la empresa con sus proveedores?	239
Paso 4: Evaluar las condiciones operativas y la salud financiera del negocio	244
¿Cuáles son los fundamentos de la empresa?	244
¿Cuáles son las métricas operativas de la empresa que deben ser monitorizadas?	246
Monitorizar la evolución de las métricas a lo largo del tiempo	249
¿Cuáles son los principales riesgos que enfrenta la empresa?	251
¿De qué manera la inflación afecta los negocios de la empresa?	254
¿Tiene la empresa una hoja de balance sólida o débil?	257
¿Cuál es el rendimiento sobre el capital invertido que tiene la empresa?	265
Paso 5: Evaluar la distribución de los cashflows y las ganancias	275
¿Qué estándar de contabilidad utiliza la empresa?	276
¿Los ingresos que genera la empresa son recurrentes o provenientes de transacciones ‘de una sola vez’?	283
¿Hasta qué punto los negocios de la empresa son cíclicos, contracíclicos o resistentes a recesiones?	285
¿Cuál es el grado de apalancamiento operativo de la empresa y cómo impacta en el comportamiento de sus ganancias operativas?	287
¿De qué manera el capital de trabajo impacta en los cashflows de los negocios de la empresa?	295
¿Tiene la empresa altos o bajos requerimientos de inversiones de capital?	305
Paso 6: ¿Quiénes ejercen la gerencia de la empresa?	310
¿Qué clase de gerentes están liderando la compañía?	313
¿Cuáles son los efectos que tiene sobre los negocios de la empresa el hecho de traer a un gerente externo?	318

¿Es el gerente un ‘león’ o una ‘hiena’?.....	321
¿De qué manera llegó el gerente a la posición de liderazgo en la que se encuentra dentro de la empresa?.....	322
¿De qué manera son compensados los altos directivos de la empresa y cómo llegaron a tener la cantidad de acciones de la empresa que tienen?	328
¿Han estado los gerentes más importantes de la empresa comprando o vendiendo acciones de la firma?.....	337
Paso 7: De qué manera los gerentes gestionan el negocio	341
¿El CEO gestiona la empresa para beneficio de todos los interesados?	342
¿El equipo directivo de la empresa intenta mejorar sus operaciones diariamente o utiliza un plan estratégico para gestionar las operaciones de sus negocios?	344
¿Emiten el CEO y el CFO una orientación (guidance) acerca de las ganancias futuras de la empresa?	349
¿Es la empresa gestionada de manera centralizada o descentralizada?.....	352
¿Los gerentes valoran a sus empleados?.....	355
¿El equipo directivo sabe cómo contratar a buenos empleados?	364
¿Son el CEO y el CFO disciplinados cuando toman decisiones de asignación de capital?	368
¿Las recompras de acciones ordenadas por el CEO y CFO son oportunistas?	369
Paso 8: Características positivas y negativas de los gerentes	371
¿Tiene el CEO un genuino interés por la empresa o solo le interesa el dinero?	372
¿Es posible encontrar un momento concreto en el que el gerente haya demostrado integridad?.....	378
¿Son los gerentes claros y concisos en su comunicación y manera de actuar con los accionistas?	380
¿Piensan los gerentes de manera independiente evitando dejarse influenciar por lo que otros en su industria están haciendo?	384
¿El CEO intenta promoverse a sí mismo?	385
¿El actual CEO de la empresa es el adecuado para el momento del ciclo de vida que está atravesando?	387
Paso 9: Oportunidades de crecimiento	391
¿Los negocios de la empresa crecen de manera orgánica o lo hacen a través de fusiones y adquisiciones?.....	392
¿Cuál es la motivación que tiene el equipo directivo para hacer crecer el negocio?	393
¿El crecimiento pasado de la empresa estuvo acompañado de rentabilidad positiva?	394
¿Cuáles son las perspectivas para el crecimiento futuro de los ingresos de la empresa?	395
¿Está el equipo directivo haciendo crecer a la empresa muy rápido o a un ritmo estable?	404

Paso 10: Fusiones y adquisiciones	409
¿De qué manera la gerencia toma decisiones con respecto a las fusiones y adquisiciones?	409
¿Las adquisiciones pasadas realizadas por la empresa han sido exitosas?	412
Paso 11: Valuación.....	421
Factores clave que afectan al valor: crecimiento, rentabilidad, riesgo y tipos de interés	421
¿Qué conclusiones podemos sacar del resultado de la valoración?	433
Capítulo 5: Ejemplos de aplicación	436
Conclusiones	449
Bibliografía	451

Introducción

Las metodologías para la correcta asignación de diferentes activos financieros en un portafolio de inversión han sido una de las piedras angulares de la teoría de construcción de portafolios durante décadas. El objetivo de la asignación de activos es el de reducir el riesgo mediante la diversificación al combinar exposiciones a una variedad de inversiones que han obtenido diferentes rendimientos durante diferentes condiciones de mercado.

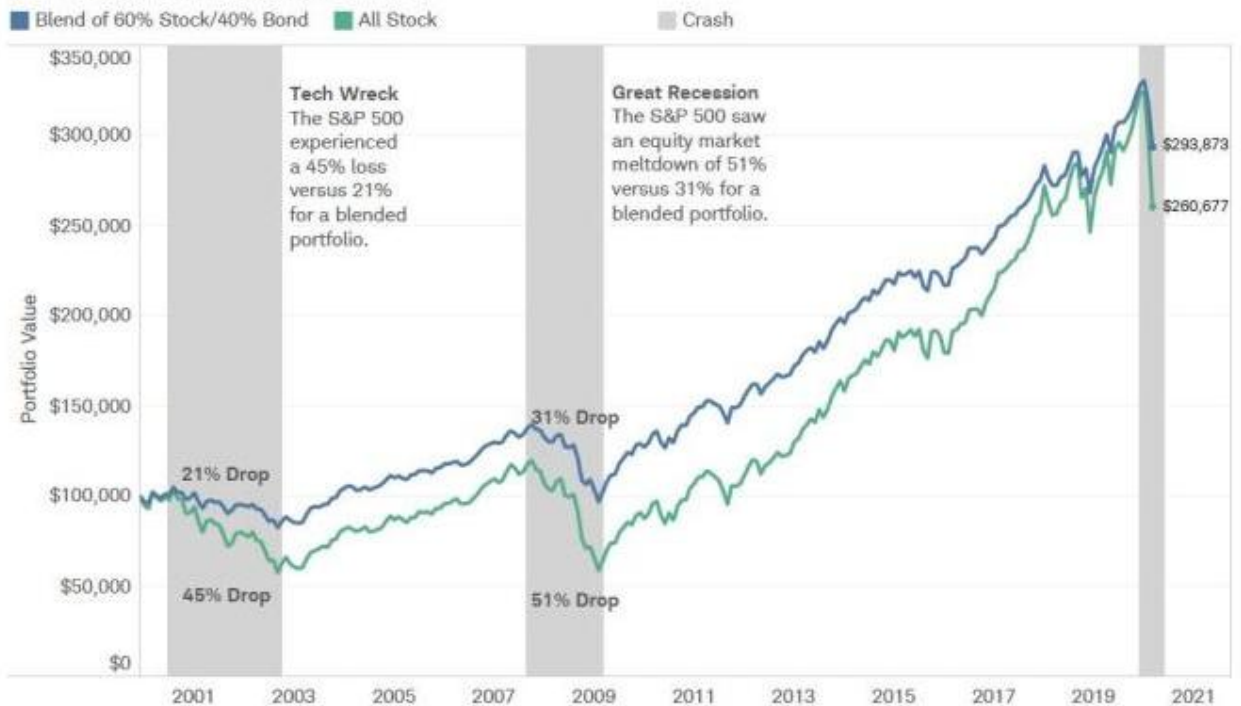
El economista Harry Markowitz, ganador del Premio Nobel, dijo una vez que la diversificación era "el único almuerzo gratis que existe en las finanzas", y este conocido concepto constituye la base de toda estrategia de inversión. Diversificar en diferentes clases de activos el dinero disponible para invertir tiene sentido incluso desde lo intuitivo: cuando una clase de activos sufre, vale la pena no tener todos los huevos en la misma canasta y, matemáticamente, la diversificación es un hecho posible gracias a que los activos individuales no suelen estar perfectamente correlacionados. En otras palabras, si los valores de los activos no suben y bajan en perfecta armonía, una cartera diversificada tendrá menos riesgo que el riesgo promedio ponderado de sus componentes.

Ejemplos de los beneficios de la diversificación

El siguiente ejemplo analiza el rendimiento histórico de u\$s 100.000 invertidos en una cartera con un 100% de acciones en comparación con una cartera con un 60% de acciones y un 40% de bonos del tesoro durante un periodo de 20 años, desde diciembre de 1999 hasta marzo de 2020. Curiosamente, una cartera 60/40 superó ligeramente en rendimiento a una cartera exclusivamente compuesta de acciones y lo hizo con una volatilidad significativamente menor, como se observa en la reducción de la caída durante la llamada "burbuja tecnológica" en 2002, la gran recesión en 2009 y la pandemia mundial de COVID-19 en marzo de 2020. Este ejemplo demuestra el beneficio que la asignación de activos y la diversificación pueden ofrecer: mejores rendimientos asumiendo un menor riesgo, lo cual es muy ventajoso a la hora de hacer crecer el patrimonio personal a lo largo del tiempo. No es inmediatamente obvio de entender pero la razón por la que un menor riesgo del portafolio puede conducir a una mayor riqueza a largo plazo es que un portafolio con menor riesgo generalmente no disminuye tanto en una caída del mercado, por lo que tiene menos terreno que recuperar para volver al punto de equilibrio en comparación con un portafolio que sufrió una mayor caída. Por ejemplo, una cartera que cae en valor un 50% debe crecer un 100% para recuperarse de su pérdida mientras que una cartera que cae un 10% sólo necesita crecer un 11% para recuperarse totalmente.

A balanced portfolio has helped reduce volatility over time

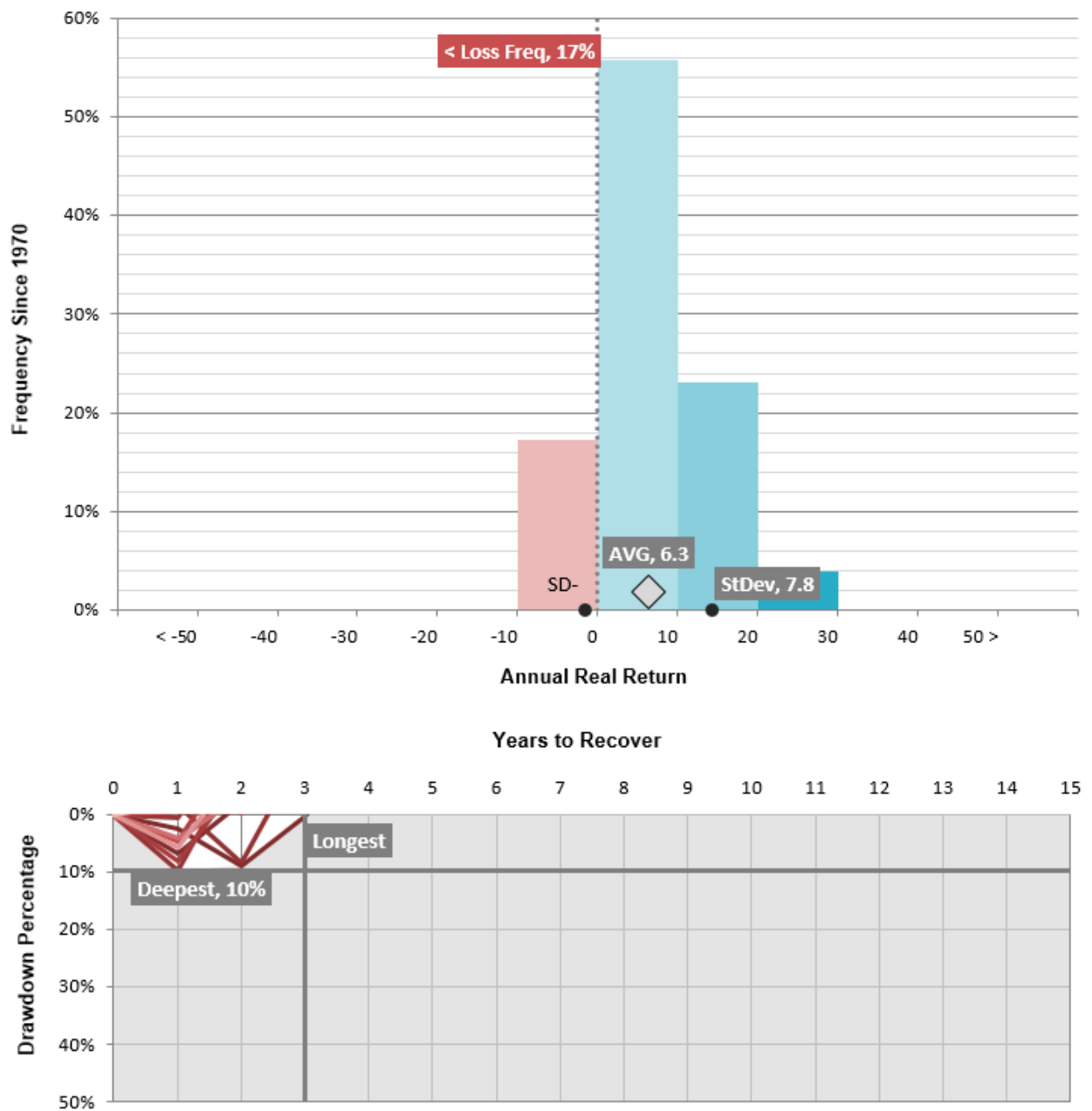
(December 1999–March 2020*)



Source: Schwab Center for Financial Research, with data provided by Morningstar, Inc. Stocks are represented by total annual returns of the S&P 500® Index, and bonds are represented by total annual returns of the Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index. The 60/40 portfolio is a hypothetical portfolio consisting of 60% S&P 500® Index stocks and 40% Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index bonds. The portfolio is rebalanced annually. Returns include reinvestment of dividends, interest, and capital gains. Indices are unmanaged, do not incur fees or expenses, and cannot be invested in directly. For additional information, please see Schwab.com/IndexDefinitions. Diversification does not eliminate the risk of investment losses. Past performance is no guarantee of future results. *YTD as of 3/31/2020.

Cuando la diversificación se lleva al paroxismo aparecen portafolios como el ‘permanent portafolio’ propuesto por Rowland y Lawson (2012) o el ‘All seasons portafolio’ de Ray Dalio pero el que ha demostrado hasta el momento tener la mejor relación riesgo-rendimiento ha sido el portafolio denominado ‘Golden Butterfly’, cuya asignación de activos consiste en: 20% en acciones de alta capitalización de mercado (S&P 500), 20% en acciones de baja capitalización de mercado (Russell 2000 Value), 20% de bonos del tesoro de largo plazo (10 a 30 años), 20% de bonos del tesoro de corto plazo (1 a 5 años) y 20% de oro.

Desde 1970 hasta 2021 este portafolio ha obtenido un rendimiento promedio anual del 6,3% con una desviación estándar de 7,8, la cual es tan baja que ha provocado que, durante los últimos 50 años, la mayor caída que ha sufrido ese portafolio desde su valor máximo ha sido del 10% y el periodo más extenso que ha tardado en recuperarse de una caída ha sido de tan solo 3 años. Para que se tenga consciencia de lo corto que es ese periodo de tiempo en relación al resto de portafolios téngase presente que el periodo de tiempo más extenso que ha tardado en recuperarse de una caída desde su último valor máximo un portafolio compuesto en un 100% por acciones (S&P 500) durante esos mismos 50 años ha sido de 13 años, desde el 2000 hasta 2013.



Fuente: <https://portfoliocharts.com/portfolio/golden-butterfly/>

Otra manera de confirmar los enormes beneficios que otorga la diversificación de activos en un portafolio de inversión es observar el gráfico que aparece a continuación que clasifica, de arriba abajo, los rendimientos anuales de varias clases de activos desde 2007 a 2021:

															2007 - 2021	
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ann.	Vol.
EM Equity 39.8%	Fixed Income 5.2%	EM Equity 79.0%	REITs 27.9%	REITs 8.3%	REITs 19.7%	Small Cap 38.8%	REITs 28.0%	REITs 2.8%	Small Cap 21.3%	EM Equity 37.8%	Cash 1.8%	Large Cap 31.5%	Small Cap 20.0%	REITs 41.3%	Large Cap 10.6%	REITs 23.2%
Comdty. 16.2%	Cash 1.8%	High Yield 59.4%	Small Cap 26.9%	Fixed Income 7.8%	High Yield 19.6%	Large Cap 32.4%	Large Cap 13.7%	Large Cap 1.4%	High Yield 14.3%	DM Equity 25.6%	Fixed Income 0.0%	REITs 28.7%	EM Equity 18.7%	Large Cap 28.7%	Small Cap 8.7%	EM Equity 22.9%
DM Equity 11.6%	Asset Alloc. 25.4%	DM Equity 32.5%	EM Equity 19.2%	High Yield 3.1%	EM Equity 18.6%	DM Equity 23.3%	Fixed Income 6.0%	Fixed Income 0.5%	Large Cap 12.0%	Large Cap 21.8%	REITs -4.0%	Small Cap 25.5%	Large Cap 18.4%	Comdty. 27.1%	REITs 7.5%	Small Cap 22.5%
Asset Alloc. 7.1%	High Yield -26.9%	REITs 28.0%	Comdty. 16.8%	Large Cap 2.1%	DM Equity 17.9%	Asset Alloc. 14.9%	Asset Alloc. 5.2%	Cash 0.0%	Comdty. 11.8%	Small Cap 14.6%	High Yield -4.1%	DM Equity 22.7%	Asset Alloc. 10.6%	Small Cap 14.8%	High Yield 6.6%	Comdty. 19.1%
Fixed Income 7.0%	Small Cap -33.8%	Small Cap 27.2%	Large Cap 15.1%	Cash 0.1%	Small Cap 16.3%	High Yield 7.3%	Small Cap 4.9%	DM Equity -0.4%	EM Equity 11.6%	Asset Alloc. 14.6%	Large Cap -4.4%	Asset Alloc. 19.5%	DM Equity 8.3%	Asset Alloc. 13.5%	Asset Alloc. 6.1%	DM Equity 18.9%
Large Cap 5.5%	Comdty. -35.6%	Large Cap 23.5%	High Yield 14.8%	Asset Alloc. -0.7%	Large Cap 16.0%	REITs 2.9%	Cash 0.0%	Asset Alloc. -2.0%	REITs 8.6%	High Yield 10.4%	Asset Alloc. -5.8%	EM Equity 18.9%	Fixed Income 7.5%	DM Equity 11.8%	EM Equity 4.8%	Large Cap 16.9%
Cash 4.8%	Large Cap -37.0%	Asset Alloc. 25.0%	Asset Alloc. 13.3%	Small Cap -4.2%	Asset Alloc. 12.2%	Cash 0.0%	High Yield 0.0%	High Yield -2.7%	Asset Alloc. 8.3%	REITs 8.7%	Small Cap -11.0%	High Yield 12.6%	High Yield 7.0%	High Yield 1.0%	DM Equity 4.1%	High Yield 12.2%
High Yield 3.2%	REITs -37.7%	Comdty. 18.9%	DM Equity 8.2%	DM Equity -11.7%	Fixed Income 4.2%	Fixed Income -2.0%	EM Equity -1.8%	Small Cap -4.4%	Fixed Income 2.6%	Fixed Income 3.5%	Comdty. -11.2%	Fixed Income 8.7%	Cash 0.5%	Cash 0.0%	Fixed Income 4.1%	Asset Alloc. 11.7%
Small Cap -1.6%	DM Equity -43.1%	Fixed Income 5.9%	Fixed Income 6.5%	Comdty. -13.3%	Cash 0.1%	EM Equity -2.3%	DM Equity -4.5%	EM Equity -14.6%	DM Equity 1.5%	Comdty. 1.7%	DM Equity -13.4%	Comdty. 7.7%	Comdty. -3.1%	Fixed Income -1.5%	Cash 0.8%	Fixed Income 3.3%
REITs -15.7%	EM Equity -53.2%	Cash 0.1%	Cash 0.1%	EM Equity -18.2%	Comdty. -1.1%	Comdty. -9.5%	Comdty. -17.0%	Comdty. -24.7%	Cash 0.3%	Cash 0.8%	EM Equity -14.2%	Cash 2.2%	REITs -5.1%	EM Equity -2.2%	Comdty. -2.6%	Cash 0.7%

Source: Bloomberg, FactSet, MSCI, NAREIT, Russell, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.
 Large cap: S&P 500, Small cap: Russell 2000, EM Equity: MSCI EME, DM Equity: MSCI EAFE, Comdty: Bloomberg Commodity Index, High Yield: Bloomberg Global HY Index, Fixed Income: Bloomberg US Aggregate, REITs: NAREIT Equity REIT Index, Cash: Bloomberg 1-3m Treasury. The "Asset Allocation" portfolio assumes the following weights: 25% in the S&P 500, 10% in the Russell 2000, 15% in the MSCI EAFE, 5% in the MSCI EME, 25% in the Bloomberg US Aggregate, 5% in the Bloomberg 1-3m Treasury, 5% in the Bloomberg Global High Yield Index, 5% in the Bloomberg Commodity Index and 5% in the NAREIT Equity REIT Index. Balanced portfolio assumes annual rebalancing. Annualized (Ann.) return and volatility (Vol.) represents period from 12/31/2006 to 12/31/2021. Please see disclosure page at end for index definitions. All data represents total return for stated period. The "Asset Allocation" portfolio is for illustrative purposes only. Past performance is not indicative of future returns.

Estos gráficos ponen de manifiesto las marcadas variaciones que experimentan los rendimientos anuales de las diferentes clases de activos de un año a otro, por no mencionar la dificultad que existe para predecir qué clase de activos estará en la cima el próximo año. Ante esa situación, lo más sensato que puede hacer un inversor es que, en lugar de intentar predecir cuál será el activo que obtendrá el rendimiento más alto durante el próximo año, construya una cartera diversificada entre las diferentes clases de activos y que, en todo caso, aumente o disminuya las ponderaciones de las diferentes clases de activos en base a sus perspectivas futuras de rendimientos pero sin concentrar su portafolio completamente en una sola clase de activo para no asumir de esa manera un riesgo excesivamente elevado de obtener rendimientos que sean muy inferiores a los del índice que haya seleccionado como referencia en caso de haberse equivocado en la clase de activo elegido.

Muchas metodologías, muchos portafolios

Para armar un portafolio de inversión existen actualmente metodologías de diferentes tipos; las hay de tipo cuantitativo, como los portafolios eficientes de Markowitz, los portafolios que surgen del modelo de Black-Litterman o los portafolios 'smart beta'; las hay de tipo cualitativo, como los portafolios que construyen los 'value investors' entre quienes se destacan Warren Buffett, Charlie

Munger, Peter Lynch, Howard Marks y Li Lu; y existen también metodologías híbridas que utilizan partes de ambos mundos, como la que lleva adelante el método Top-Down.

Debido a que el autor de este trabajo de investigación considera que la metodología Top-Down es la más sensata para armar un portafolio de inversión gracias a que combina exitosamente elementos cuantitativos y cualitativos presentes en las otras metodologías, este trabajo de investigación se dedicará a explicar paso a paso y con el mayor nivel de detalle posible el procedimiento de armado de un portafolio de inversión mediante esta metodología.

Objetivo

El objetivo de este trabajo de investigación es brindar una explicación y análisis exhaustivos de las características del método Top-Down, detallando paso a paso y con el lenguaje más concreto posible todo lo que el inversor debe realizar para construir un portafolio de inversión mediante esta metodología.

Hipótesis

El siguiente trabajo de investigación se ha llevado adelante bajo el supuesto de que la siguiente hipótesis es correcta:

La utilización del método top-down para el armado de su portafolio de inversión le permite al inversor aumentar sus probabilidades de obtener rendimientos superiores a los del índice que haya elegido como referencia.

Diseño metodológico

El presente trabajo de investigación sigue un enfoque descriptivo; es decir que pretende realizar una descripción pormenorizada de las características que tiene el método Top-Down y de todos los pasos que debe seguir un inversor que desea armar un portafolio de inversión utilizando esa metodología.

El análisis de los elementos constitutivos del método Top-Down se ha realizado mediante la lectura de las fuentes bibliográficas citadas al final de este trabajo de investigación aunque, si es necesario citar los papers académicos *seminales* que dieron origen a esta metodología, podría decirse casi con

seguridad que fueron Brinson, Randolph Hood, Beebower (1986) y Brinson, Singer, Beebower (1991) debido a que fueron los que demostraron empíricamente que el 90% o más del rendimiento total que termina teniendo un portafolio de inversión cuando se mide sus rendimientos en periodos de tiempo superiores a 5 años está determinado por las decisiones tomadas a nivel más general, es decir aquellas que determinan los tipos de activos financieros que formarán parte del portafolio y las características más generales de los mismos, mientras que las decisiones correspondientes a la selección de los activos específicos que formarán parte del portafolio solo contribuyen con apenas un 10% o menos de su rendimiento final.

Dado que la mayoría de los inversores suelen poner el foco en las decisiones concernientes a los activos específicos que integrarán su portafolio (es decir, a aquello que contribuye solo con el 10% de su rendimiento final) mientras que dedican poco o nada de tiempo a tomar decisiones concernientes a qué tipos de activos financieros son los más convenientes para que integren su portafolio de inversión en cada momento del tiempo (siendo que esas decisiones son responsables del 90% o más del rendimiento final del mismo), el autor de este trabajo de investigación considera que es necesario brindar una explicación exhaustiva del método Top-Down para que, de esa manera, los inversores sepan de qué manera estructurar correctamente las decisiones concernientes al armado de un portafolio de inversión y puedan, gracias a eso, poner el foco en aquellas decisiones que más influencia tienen en el rendimiento total que terminará teniendo el mismo, evitando a la vez desperdiciar tiempo en decisiones que pueden demandar mucho tiempo y que, en última instancia, no contribuyen de manera significativa al rendimiento final que eventualmente brindará el portafolio de inversión en el largo plazo.

Capítulo 1: El método TOP-DOWN

Si un inversor está convencido de que las acciones de las empresas de un sector o industria van a subir, ¿Qué porcentaje del total de su portafolio de inversiones debería asignarle a dicha inversión? ¿5%? ¿20%? ¿50%? ¿100%? Esta pregunta concierne la gestión de portafolio. La mayoría de los inversores se interesa principalmente por invertir en empresas individuales (suelen decir frases como “me gusta Apple así que compraré algunas acciones”) sin detenerse a considerar de qué manera esa inversión encaja dentro del total de su portafolio, ni en cómo afecta al riesgo de sus inversiones y a sus rendimientos esperados a futuro. Por todo lo dicho queda claro que esa no es la manera correcta en la que el inversor debería gestionar su dinero.

Invertir es una ciencia

Muchos inversores creen que invertir tiene ‘reglas’, es decir que todo lo que un inversor debe hacer para tener éxito en sus inversiones a largo plazo es aprenderse las reglas correctas y aplicarlas. Sería maravilloso si así fuera pero desafortunadamente la inversión financiera no funciona así. ¿Por qué? Porque toda información que es ampliamente conocida y debatida por la mayoría de los inversores ya se encuentra reflejada en el precio de las acciones. Este es un principio básico de la teoría de los mercados financieros conocido como ‘teoría de mercados eficientes’, expuesta por Fama (1970) y ampliamente aceptada por la industria financiera, al menos en su forma ‘débil’ y ‘semi-fuerte’, aunque también es cierto que tiene fervientes detractores, entre los que destacan, por ejemplo, Grossman y Stiglitz (1980) quienes, con su ‘paradoja de Grossman y Stiglitz’ demostraron que es imposible que exista un mercado perfectamente eficiente debido a que esa misma característica provocaría que, al no haber ineficiencias como consecuencia de que los precios están reflejando correctamente en todo momento toda la información disponible, los inversores no tendrían incentivos para esforzarse y gastar recursos en el descubrimiento de los precios correctos de las acciones de las empresas y esa misma falta de interés terminaría provocando que, al disminuir la cantidad de inversores descubriendo los precios correctos del mercado, se generen ineficiencias que posteriormente sean aprovechadas por otros inversores para obtener rendimientos por encima del índice del mercado sin necesariamente asumir un mayor riesgo, algo que la teoría de mercados eficientes, en su forma ‘fuerte’, afirma que no es posible hacer.

Según lo que afirma la forma semi-fuerte de la teoría de mercados eficientes, si un inversor ve el titular de una noticia y se da cuenta de que afecta a los fundamentos de una empresa que tiene en su portafolio o en la que está interesado en invertir, dicha información no le servirá para comprar o vender obteniendo una ventaja con respecto al resto del mercado debido a que, en el momento en que la noticia se hace pública y un gran número de inversores la conoce, estos tomarán decisiones inmediata y simultáneamente, algunos como compradores, otros como vendedores y otros

permaneciendo indiferentes, de tal manera que el precio de la acción afectada se ajustará casi inmediatamente luego de la salida de la noticia para reflejar la nueva información disponible.

Si toda información que es ampliamente conocida ya se encuentra descontada en los precios, la única manera de vencer consistentemente al mercado obteniendo rendimientos superiores a los del índice de referencia, sin necesariamente asumir un mayor riesgo, es la de saber algo que la mayoría de los restantes inversores no saben. Pensemos lo siguiente: Existen muchos inversores inteligentes y profesionales financieros de larga trayectoria que año tras año fallan recurrentemente en lograr vencer al mercado, la mayoría de ellos con el mismo acceso a información que el resto del mercado e incluso con acceso a informes especializados a los que pocos inversores tienen acceso. ¿Cuál es entonces la razón por la que fallan?

La mayoría ve al proceso de armado de un portafolio de inversión como un ‘arte’, pensando por ejemplo cosas como “si aprendo el arte de la inversión en valor (value investing) y todas sus reglas entonces podré ser exitoso como inversor utilizando ese método”, pero eso simplemente no funciona debido a que, por definición, todas las maneras convencionales de pensar acerca del value investing y de otras famosas metodologías de análisis e inversión son ampliamente conocidas por una gran cantidad de inversores y por lo tanto, ya se encuentran incorporadas en los precios (pensemos por ejemplo en el famoso price-to-earnings ratio, el cual es conocido por prácticamente todos los inversores en acciones. Como consecuencia de su fama, no es sensato creer que un ratio tan ampliamente conocido por todos puede darle a quien lo utiliza una ventaja comparativa con respecto al resto de los inversores debido a que, al tomar decisiones de inversión en base a ese ratio, no se está utilizando información que pocos en el mercado conozcan sino todo lo contrario). Cuando un estilo de inversión se populariza, se vuelve ampliamente conocido entre el público inversor y una gran cantidad de inversores comienzan a practicarlo así que, si somos nosotros uno de esos inversores que, para analizar empresas o el mercado en su totalidad, utiliza las mismas métricas e información que en ese mismo momento están utilizando miles o millones de inversores alrededor del mundo, seamos conscientes de que dichas métricas e información no tienen una gran capacidad para darnos una ventaja comparativa que nos permita ganarle en rendimiento al índice del mercado asumiendo para ello un riesgo menor o similar. Incluso si en lugar de pensar en un concepto tan amplio como ‘filosofías de inversión’ nos ponemos más pragmáticos y pensamos en técnicas para llevar a la práctica e implementar un proceso de análisis de mercado e inversión en activos financieros tenemos que aceptar el hecho de que las más famosas de esas técnicas son también ampliamente conocidas por muchos como consecuencia de ser enseñadas a millones de estudiantes en universidades de todo el mundo y ser utilizadas diariamente por cientos de miles de profesionales financieros así que tampoco gozaremos de una gran ventaja comparativa si nos dedicamos a invertir utilizando solamente esas técnicas.

De hecho, lo que habitualmente sucede es que los diferentes estilos de inversión van ‘poniéndose de moda’ entre los inversores cada cierto tiempo para posteriormente pasar a un segundo plano en favor de otro que toma su lugar hasta volver eventualmente en el futuro a cobrar protagonismo

durante otro periodo de tiempo, repitiendo así el ciclo por lo que, teniendo en cuenta este comportamiento cambiante de los inversores, puede decirse que ningún estilo, filosofía o metodología de inversión es preferida por el gran público inversor durante prolongados periodos de tiempo. Un inversor podría decir, por ejemplo, que las acciones ‘de valor’ (value stocks)¹ son maravillosas para vencer al mercado porque obtienen rendimientos superiores a los del índice, pero la historia de los mercados financieros nos muestra que las acciones de empresas ‘en crecimiento’ (growth stocks)² también han obtenido rendimientos superiores a los del índice del mercado e incluso también han superado a las acciones de valor durante extensos periodos de tiempo.

La clave para ‘ganarle al mercado’, obteniendo rendimientos superiores a los del índice de referencia asumiendo un riesgo similar, consiste entonces en:

1. Ser dinámico, nunca estando adherido de manera irrenunciable a una única filosofía o metodología de inversión.
2. Obtener información de todo tipo de fuentes diferentes, poniendo énfasis en encontrar aquella información que aún no está completamente incorporada en los precios.

En otras palabras, un inversor no puede seguir un único y estricto conjunto de reglas de inversión durante prolongados periodos de tiempo y pretender que, gracias a eso, le ‘ganará al mercado’ durante todo ese periodo.

¿Cómo puede entonces un inversor aumentar en todo lo posible sus probabilidades de obtener rendimientos superiores a los del índice de referencia sin necesariamente asumir un mayor riesgo? Pensando en la inversión, no como un arte, sino como una ciencia.

El cerebro de Einstein y el mercado financiero

Si no hubiera estado ocupado convirtiéndose en el científico más famoso del siglo XX, Albert Einstein hubiera podido tener una gran carrera trabajando en Wall Street. Ahora bien, aunque parezca contra-intuitivo, dicho éxito no hubiera sido consecuencia de la inteligencia sin igual que él tenía (porque de ser así, los profesores del MIT serían todos inversores exitosos que ganarían millones en Wall Street) sino que sería el resultado de su estilo de pensamiento y su metodología de trabajo.

Lo poco que se sabe acerca del historial de Einstein como inversor permite al menos concluir que no le fue muy bien; de hecho se sabe que, como consecuencia del crack de 1929, perdió en una mala inversión con bonos la mayor parte del dinero que recibió por haber ganado el premio Nobel en 1921.

¹ Generalmente pertenecientes al sector financiero, utilities, consumo básico, energía, materiales, real estate o industrial.

² Generalmente pertenecientes al sector tecnológico, salud, consumo discrecional o servicios de comunicación.

Sir Isaac Newton es el protagonista de otro famoso caso de un científico que, a pesar de haberle dejado a la humanidad las tres leyes del movimiento de los cuerpos, no fue capaz de aplicar su talento a las inversiones ya que lo perdió todo en la burbuja de los mares del sur de principios del siglo XVIII. Como él mismo comentó al respecto más tarde: “puedo calcular el movimiento de las estrellas pero no la locura de las personas”.

¿Por qué entonces puede creerse que Einstein hubiera sido un gran gestor de portafolios de inversión si se hubiera dedicado a ello? Debido a que era un científico disciplinado y muy creativo que no tomó las reglas vigentes de la física como inamovibles sino que utilizó su conocimiento previo, lógica y creatividad, combinadas con los rigores del método científico verificable para crear una teoría completamente nueva del universo. En otras palabras, fue un científico dinámico que logró recopilar y combinar información de una manera diferente al resto de la comunidad científica de aquel entonces. Los inversores deberían hacer lo mismo.

Einstein realmente tenía una mente que hubiera sido capaz de vencer a los mercados; su forma de procesar la información, su capacidad de generación de ideas originales, su voluntad para ir en contra de la corriente de pensamiento dominante y su incansable búsqueda de respuestas a preguntas que nadie más estaba haciéndose lo convirtieron en un genio. Muchos de sus biógrafos y sus contemporáneos coincidieron en señalar que lo más destacado de Einstein era su capacidad para ver “la imagen completa”; era capaz de tomar la misma información que tenían a disposición los demás científicos de su tiempo e interpretarla de manera diferente (y correcta). Fue capaz de hacerlo mediante la utilización de su talento para extraer la información más importante de aquello que estaba estudiando y relacionarla de una manera innovadora de la que nadie más había sido capaz.

La metodología de Einstein de combinar y recombinar ideas y conceptos aparentemente no relacionados para producir descubrimientos originales es una excelente metáfora de lo que es la inversión en acciones porque, para ser exitoso como estrategia del mercado, un inversor debe ser capaz de extraer la información más importante de todo el ‘ruido’ que permea a los mercados financieros en el día a día y luego, a partir de ella, generar conclusiones a las que la mayoría de los inversores aún no ha llegado. Para ello es clave la habilidad del inversor para relacionar datos de manera única y producir nueva información que le permita tomar las mejores decisiones posibles en el armado del portafolio de inversión.

Ningún libro de finanzas es capaz de darle al inversor un método infalible que le permita seleccionar de manera única y definitiva las mejores acciones para su portafolio. Esto es así debido a que, sencillamente, las acciones ‘correctas’ para tener en el portafolio son diferentes en diferentes contextos y situaciones de mercado. No es necesario tener la inteligencia de Einstein para ser exitoso como inversor pero sí se necesita pensar de manera creativa y como un científico si es que se pretende ‘ganarle al mercado’ obteniendo rendimientos superiores a los del índice de referencia.

¿Qué es el método TOP-DOWN?

De manera abrumadora, la amplia mayoría de los inversores minoristas y los profesionales financieros dedicados a la gestión activa de portafolios invierten en la actualidad mediante lo que se conoce como el método ‘bottom-up’; es decir que, en el caso específico de portafolios de acciones, su énfasis está puesto en la selección de acciones individuales de empresas concretas y no en los sectores, industrias y países que formarán parte del portafolio, los cuales terminan siendo una consecuencia o ‘residuo’ de la selección de acciones individuales en la que estuvo puesto el foco del inversor durante el proceso de armado del portafolio de inversión.

Un típico inversor ‘bottom-up’ que está armando un portafolio de acciones investiga un conjunto de compañías e intenta seleccionar aquellas que tengan las mayores probabilidades de obtener rendimientos superiores a los del índice del mercado durante los próximos meses o años gracias a sus méritos individuales. Las acciones de las empresas seleccionadas son finalmente reunidas para formar un portafolio de inversión en el que factores como los países en donde dichas empresas desarrollan sus actividades o la exposición a industrias y sectores que termina teniendo el portafolio pasan a un segundo plano, siendo meramente características residuales provenientes de la selección de acciones y no el resultado de decisiones planificadas.

El método ‘top-down’ revierte ese orden ya que, el inversor que lo utiliza, analiza en primer lugar factores de contexto que le permiten conocer las características de ‘la imagen completa’ para luego focalizarse en aquellas ‘partes de la imagen’ que lucen más prometedoras a futuro. Los factores de contexto que deben analizarse son la economía, la política y la psicología/sentimiento de los inversores ya que son los que le permiten al inversor hacer una estimación sensata acerca de cuáles son las categorías de inversiones que tienen las mayores probabilidades de obtener rendimientos superiores a los del índice del mercado durante los próximos meses o años. Solo entonces, el inversor que utiliza este método avanza para focalizarse en el estudio de sectores, industrias y empresas individuales.

La inversión ‘top-down’ está, por su propia naturaleza, más ocupada en analizar la exposición total del portafolio a los diferentes estilos de inversión (growth, value, big caps, small caps, etc), tipos de activos financieros, sectores e industrias que en los activos individuales que lo componen. El método ‘top-down’ es inherentemente un modelo dinámico de inversión debido a que sus estrategias de inversión están basadas en las condiciones económicas, políticas y psicológicas imperantes en el mercado, las cuales cambian constantemente.

Siempre es un tema de debate vigente la disputa por demostrar cuál de estos modelos de inversión es superior, si el ‘bottom-up’ o el ‘top-down’. Ambos cuentan con inversores que han logrado vencer al mercado utilizándolos, pero no es el objetivo de esta investigación entrar en esa disputa para demostrar cuál de esos modelos es mejor sino, más bien, explicar con el mayor nivel de detalle posible la forma de llevar a la práctica el método ‘top-down’ debido a que es sensato, coherente,

flexible y cualquier inversor puede utilizarlo para construir un portafolio de inversión que obtenga rendimientos superiores al índice que escoja como referencia. Este método ofrece un marco de trabajo muy propicio para asimilar rápidamente (y correctamente) la nueva información que va generando el mercado día a día además de detectar y sacar ventaja de aquella información que aún no ha sido completamente incorporada a los precios de los activos financieros.

Las principales ventajas que ostenta el método top-down son las siguientes:

- **Escalabilidad:** El proceso de armado de un portafolio mediante la metodología bottom-up es equivalente a ‘buscar agujas en un pajar’ mientras que, utilizar el método top-down es equivalente a ‘buscar los pajaros que contienen la mayor concentración de agujas’. A nivel global, existen decenas de miles de compañías cuyas acciones están listadas en mercados de capitales por lo que, incluso las instituciones más grandes con los mayores presupuestos destinados a investigación financiera no pueden pretender analizarlas exhaustivamente a todas. Por esa misma razón es que las instituciones más pequeñas y los inversores individuales deben ser capaces de priorizar en dónde pondrán su atención y sus limitados recursos (tiempo y dinero). A diferencia de lo que sucede con el método bottom-up, el método top-down hace que esta tarea gigantesca sea manejable al determinar, en primer lugar, qué porciones del mercado son las más atractivas para analizar a nivel de activos financieros individuales.
- **Mejora la selección de activos financieros:** Un proceso top-down bien diseñado genera conocimientos que le permiten al inversor mejorar notablemente la selección de activos financieros individuales, ya sean estos acciones, bonos, monedas, commodities, derivados, etc. El análisis macroeconómico y político, por ejemplo, puede ayudar al inversor a determinar cuáles estilos de inversión o activos financieros enfrentarán problemas o tendrán condiciones favorables durante los próximos meses o años.
- **Control de riesgos:** El método bottom-up es muy proclive a generar concentraciones no intencionales de riesgo mientras que el método top-down esta inherentemente mejor dotado para gestionar la exposición a riesgos a lo largo de todo el proceso de inversión gracias a que, antes de seleccionar activos individuales, el inversor ya conoce la mayoría de los riesgos a los que estará expuesto su portafolio.
- **Amplia visión general:** El método Top-Down es muy propicio para evitar o atenuar los efectos de calamidades desencadenadas por factores macroeconómicos y/o políticos como lo fueron, por ejemplo, la burbuja japonesa de principios de la década de 1990 o la burbuja .com del año 2000 que inició un mercado bajista que duró dos años. No importa lo buena que pueda ser una empresa individual, aun así pertenece a una industria, un sector y un país, cuyos factores y condiciones la afectan. Más aún, se ha documentado extensamente a lo largo de la historia de las finanzas modernas el hecho de que los factores ‘macro’ pueden influir en el rendimiento de las acciones de una manera mucho más determinante de lo que lo hacen los méritos individuales de la empresa.

El método Top-Down significa pensar 70-20-10

El método Top-Down genera los incentivos para que el inversor se concentre en aquello que es más determinante en el resultado final que tendrá su inversión: las decisiones concernientes a la elección de tipos de activos y su correcta asignación (y sub-asignación) dentro del portafolio de inversión en base a sus características generales. Muchos inversores dedican la mayor parte de su atención y su tiempo a decisiones que están a nivel de ‘activo financiero específico’; es decir a aquellas decisiones concernientes a la acción, bono, moneda, derivado o commodity específico que desean incorporar a su portafolio debido a que consideran que tiene una relación riesgo-rendimiento atractiva para los próximos meses o años. Sin embargo, estudios realizados por Brinson, Randolph Hood, Beebower (1986) y por Brinson, Singer, Beebower (1991), que posteriormente fueron ampliados y ratificados por la comunidad académica, demostraron que 90% o más de la variabilidad del rendimiento total de un portafolio de inversión surge de las decisiones tomadas con respecto a la asignación de capital que se destina a cada tipo de activo financiero que formará parte del mismo y a las características generales que tienen cada uno de los tipos de activos financieros seleccionados, mientras que tan solo el 10% restante (o menos) surge de la selección concreta de los activos individuales que lo conformarán o del ‘market timing’ que, como ya ha demostrado Wim Antoon (2016), no existe.

De acuerdo con los estudios académicos anteriormente citados, alrededor del 70% de la variabilidad del rendimiento total del portafolio de inversión se deriva de decisiones tomadas con respecto al tipo de activos financieros que formarán parte del mismo, alrededor del 20% proviene de las características generales que tienen los tipos de activos financieros seleccionados y tan solo el 10% restante proviene de los activos concretos seleccionados. A pesar de que existen contextos en los que la selección de activos individuales que forman parte del portafolio puede generar una diferencia de rendimiento significativa a lo largo de periodos prolongados de tiempo, lo cierto es que las decisiones de portafolio tomadas a más alto nivel, provenientes del análisis de drivers económicos, políticos y psicológicos son las que, en la mayoría de los casos, dominan el resultado total de la inversión.

Índices de referencia

Una parte clave del método Top-Down es la utilización de índices de referencia. Un índice es, en última instancia, un portafolio de activos financieros cuya asignación de capital dentro del mismo sigue reglas específicas. El Dow Jones, Nasdaq, S&P500, MSCI World Index y el Russell 2000 son ejemplos de índices muy conocidos a nivel mundial.

De acuerdo con el capítulo 5 del excelente libro de Reilly y Brown (2011), los índices de mercado tienen, al menos, cinco usos significativos:

1. Si la selección de activos que lo componen y la ponderación de los mismos dentro del índice son representativas del mercado, su valor y comportamiento a lo largo del tiempo permiten calcular rendimientos y métricas de riesgo que pueden considerarse representativas para el mercado en su conjunto o para algún sector o industria en particular.
2. Muchos inversores utilizan los rendimientos y el riesgo (medido por la volatilidad de los rendimientos) experimentada por los índices como punto de referencia en base al cual evaluar los rendimientos obtenidos por sus propios portafolios de inversión. Un supuesto básico al evaluar el rendimiento de un portafolio es que cualquier inversor debería ser capaz de obtener un rendimiento ajustado por riesgo (calculado a través del ratio de Sharpe³ o de Sortino⁴) similar al del mercado en su conjunto si seleccionase al azar un gran número de acciones u otros activos financieros del total disponible y formara con ellos su portafolio de inversión. Partiendo de ese supuesto se llega a la conclusión de que un buen gestor de portafolios debería ser capaz de obtener consistentemente en sus portafolios rendimientos superiores al promedio del mercado. En función de lo anterior surge la idea de que un índice agregado del mercado de acciones u otros activos financieros puede ser utilizado para evaluar los resultados de los gestores profesionales de portafolios de inversión. Dado que un índice no es otra cosa que un portafolio de inversión teórico que se considera representativo de un mercado, es posible pasar de la teoría a la práctica plasmando en la realidad ese portafolio de inversión; el resultado de ello es lo que se conoce como ‘portafolio índice’. Este tipo de portafolios surgió como consecuencia de que la historia de los mercados financieros ha demostrado que es realmente difícil para los gestores activos de portafolio obtener de manera consistente a lo largo del tiempo rendimientos superiores a los del índice del mercado asumiendo un riesgo similar, tal como lo demuestra S&P Global⁵ quienes, según muestran sus datos⁶, pueden afirmar que poco más del 74% de los fondos de inversión activos que invierten en empresas de gran capitalización bursátil no son capaces de obtener rendimientos superiores a los del S&P500 en un periodo de 5 años y poco más del 60% de dichos fondos no son siquiera capaces de obtener rendimientos superiores a los del S&P500 en periodos de tan solo un año. Esta situación llevó eventualmente a la creación de los *Index funds* y los *exchange-traded funds* (ETF) cuyo propósito es el de replicar el desempeño de un índice a lo largo del tiempo.
3. Los analistas financieros, gestores de portafolio y académicos que realizan investigaciones utilizan los índices de mercado para examinar factores que afectan al movimiento de los precios de activos financieros a nivel agregado y también para comparar el rendimiento ajustado por riesgo de diferentes clases de activos financieros entre sí (por ejemplo: acciones

³ El ratio de Sharpe se calcula como la resta entre la rentabilidad de la inversión y la rentabilidad de un activo sin riesgo (generalmente se utiliza un bono del tesoro a 10 años), dividiendo el resultado por el riesgo de la inversión, calculado como la desviación estándar de los rendimientos de la misma a lo largo del tiempo que esta duró.

⁴ Su fórmula es prácticamente igual a la del ratio de Sharpe, pero con la diferencia de que, en el denominador, solo se utiliza la desviación estándar de los rendimientos negativos, excluyendo los positivos.

⁵ <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/> (Fecha de consulta: Julio de 2022)

⁶ <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/spiva/spiva-us-year-end-2021.pdf>

contra bonos o contra inversiones inmobiliarias). Una extensión de esto último es la comparación del rendimiento relativo de subcategorías dentro del mismo activo financiero, como por ejemplo, acciones de empresas de gran capitalización de mercado contra empresas de baja capitalización.

4. Otro grupo de personas que utiliza los índices de mercado son los analistas técnicos, quienes creen que los movimientos pasados de los precios de los activos financieros pueden utilizarse para predecir sus movimientos futuros. Este tipo de analistas utiliza herramientas de análisis técnico para realizar un estudio del gráfico de los movimientos pasados de los índices para luego, en base a ese análisis, desplegar estrategias de trading.
5. La teoría financiera moderna de portafolio afirma que, al invertir en un activo financiero, se asumen dos tipos de riesgos: el riesgo sistemático, que es el inherente al tipo de activo financiero elegido y que no es posible de eliminar mediante diversificación debido a que emerge de las características propias del tipo de activo financiero, y el riesgo no-sistemático, el cual es inherente al activo concreto que se seleccionó y que puede ser eliminado mediante diversificación. Tanto el rendimiento como la volatilidad del índice de referencia son utilizados para medir el riesgo sistemático de un activo financiero (por ejemplo mediante el cálculo del coeficiente Beta⁷) debido a que se considera que un índice bien construido es una buena aproximación del comportamiento que tiene el activo financiero a nivel agregado.

Los índices de referencia son hojas de ruta indispensables para estructurar un portafolio de inversión, monitorizar su riesgo y evaluar su rendimiento a lo largo del tiempo.

Estratégicamente, un portafolio de inversión debería estar estructurado para maximizar en todo lo posible las probabilidades de obtener de manera perdurable en el tiempo rendimientos superiores a los del índice de referencia. Esto es inherentemente diferente a simplemente intentar maximizar los rendimientos del portafolio a lo largo del tiempo o intentar vencer en rendimiento a otros inversores porque, apuntar a alcanzar un cierto rendimiento mínimo todos los años o intentar obtener rendimientos superiores a los que están obteniendo otros inversores (que posiblemente estén asumiendo un nivel de riesgo totalmente diferente) puede causar que:

1. El inversor se sienta decepcionado en comparación con los demás cuando los mercados financieros están subiendo mucho y otros inversores que conoce están obteniendo rendimientos superiores. Esto puede motivarlo a tomar decisiones especulativas e imprudentes, asumiendo un nivel de riesgo mucho más elevado con el objetivo de superar a otros en rendimientos obtenidos pero provocando a la vez que su portafolio quede expuesto a un nivel de riesgo tan alto que eventualmente podría terminar experimentando una gran pérdida de patrimonio. Lo mismo sucede en el caso de que el inversor se proponga obtener un cierto rendimiento mínimo por año, sin importar el estado que tengan los drivers de más

⁷ El coeficiente Beta (β) es una medida de la volatilidad de un activo financiero en relación a la volatilidad del mercado (medida por el índice que tiene Beta=1) de modo que Betas mayores a 1 muestran que el activo es más volátil que el mercado y lo contrario sucede cuando la Beta del activo es menor a 1.

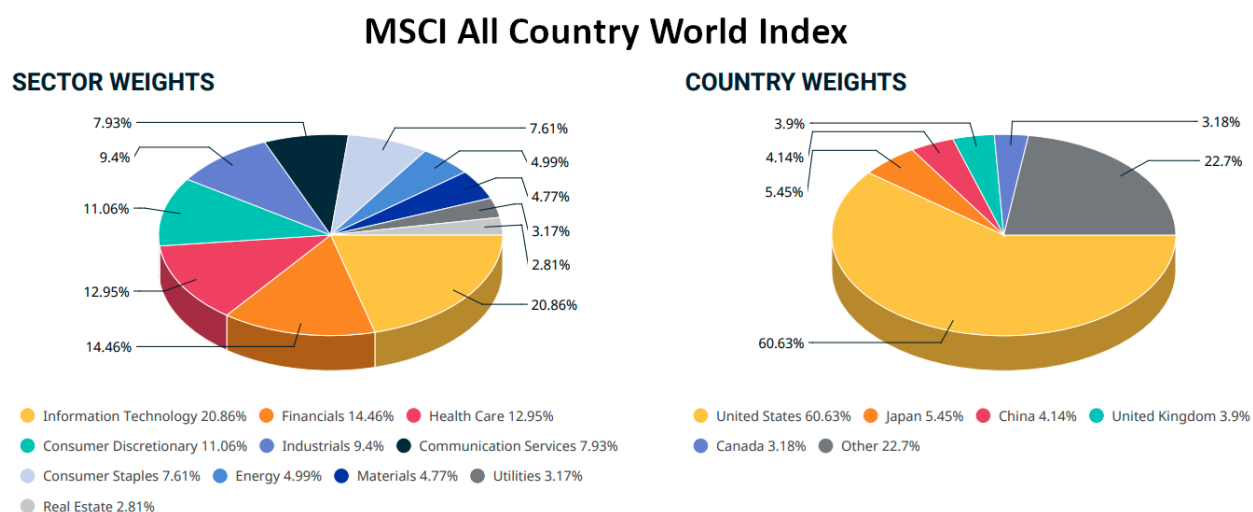
alto nivel. En este caso, cuando el inversor nota que sus probabilidades de alcanzar su meta de rendimiento anual son muy bajas puede sentirse motivado a asumir un nivel de riesgo mucho mayor, ya sea concentrando su portafolio en unas pocas acciones o apalancándose mediante el uso de derivados financieros y, al igual que sucede en el caso anterior, terminar eventualmente sufriendo una gran pérdida de patrimonio como resultado del alto nivel de riesgo asumido como consecuencia de un malestar emocional.

2. Generar expectativas irracionales ligadas a sesgos cognitivos cuando los precios de los activos financieros están cayendo. Esto ha sido muy bien explicado por la teoría prospectiva desarrollada por Kahneman y Tversky (1979) quienes demostraron que los seres humanos nos duelen las pérdidas en una proporción muy superior al placer que nos generan las ganancias, lo cual quiere decir que los seres humanos no tenemos en realidad aversión al riesgo sino a la pérdida. Dicho de otra manera, lo que observaron Kahneman y Tversky es que la tendencia de las personas a asumir altos niveles de riesgo es mucho mayor en situaciones en las que están sufriendo una pérdida que cuando están obteniendo una ganancia, ya que en estas últimas suelen actuar de manera mucho más conservadora. Su conclusión, llevada al mundo de la inversión, afirma que un inversor hará mucho más y asumirá niveles de riesgo mucho más elevados en las situaciones en las que intente evitar o revertir una pérdida que en las que intente maximizar una ganancia. Este tipo de comportamientos imprudentes pueden ser evitados (o al menos atenuados) al invertir con el objetivo de obtener a largo plazo rendimientos superiores a un índice de referencia debido a que, si en un mercado bajista, el portafolio del inversor pierde menos valor que el índice, eso significa que ha hecho bien su trabajo de selección de activos a pesar de que se sienta mal al ver que el valor de su portafolio cae; esto a su vez le brinda oportunidades de rebalancear su portafolio aprovechando para posicionarse en sectores, industrias y empresas que han caído de manera excesiva durante el mercado bajista, partiendo de la posición ventajosa que le brindan sus acciones que han perdido menos valor en relación al promedio del mercado durante ese periodo. Esto a su vez puede potenciar de manera adicional su rendimiento posterior con respecto al índice si ocurre que, cuando vuelve a iniciarse un mercado alcista, esas acciones compradas durante el mercado bajista se recuperan en una proporción mayor a las demás gracias al hecho de haber iniciado la suba desde valores relativamente más bajos. Los mercados bajistas le brindan a los inversores mayores oportunidades de obtener rendimientos superiores a los del índice que las brindadas por los mercados alcistas ya que, durante las bajas, es más probable que la emocionalidad negativa de los inversores provoque ineficiencias en los precios que permitan a quien las sepa aprovechar posicionarse en acciones de buenas empresas a valuaciones muy bajas, obteniendo posteriormente gracias a ello rendimientos muy altos en relación al índice.

Un portafolio de inversión apropiadamente relacionado con un índice de referencia proporciona una guía realista para lidiar con las condiciones de incertidumbre propias de los mercados financieros al anclar las expectativas de riesgo y rentabilidad del inversor a un portafolio racionalmente diversificado.

La construcción de un portafolio de inversión utilizando el método top-down comienza siempre con la elección y análisis pormenorizado de las características que tiene el índice de referencia elegido: ponderación de los sectores, países e industrias, capitalización de mercado y valuaciones. Posteriormente, es necesario asignarles una volatilidad y un rendimiento esperado a cada uno de esos segmentos (esto se hace en base al estudio de los drivers de más alto nivel y de cada segmento en particular) para entonces, como resultado de eso, sobreponderar aquellos sectores, industrias y/o países que son más atractivos, asignándoles en el portafolio ponderaciones mayores a las que tienen en el índice de referencia mientras que, al mismo tiempo, los segmentos menos atractivos son subponderados siguiendo el proceso inverso.

A modo de ejemplo, a continuación se muestra el gráfico de la composición por sectores y por países del MSCI ACWI, el cual es considerado como el índice más representativo del mercado de acciones a nivel mundial:



Fuente: <https://www.msci.com/documents/10199/a71b65b5-d0ea-4b5c-a709-24b1213bc3c5> (fecha de consulta: julio de 2022)

Una vez que se han determinado cuáles son las características del índice, se utiliza el estudio realizado sobre los drivers de más alto nivel (económico/financiero, político y psicológico/emocional) para luego, en base a ellos, pasar al análisis y toma de decisiones con respecto a los sectores, industrias, países, capitalización bursátil y estilos de inversión que terminarán formando parte del portafolio concreto del inversor.

Por ejemplo: la ponderación del sector tecnológico dentro del MSCI ACWI es aproximadamente del 21%; como consecuencia de ello, un portafolio que se construya tomando a ese índice como referencia consideraría un 21% de ponderación del sector tecnológico como 'neutral'. Ahora bien, si quien está armando el portafolio considera que el sector tecnológico obtendrá rendimientos superiores a los del índice durante los próximos 3 a 24 meses (el cual es considerado un horizonte temporal previsible), le asignará a ese sector una ponderación mayor a la que este tiene en el índice.

Lo contrario sucede cuando el inversor considera que el sector tecnológico no será capaz de obtener rendimientos superiores a los del índice durante los próximos 3 a 24 meses, asignándole a dicho sector en su portafolio una ponderación menor a la que este tiene en el índice. Algo importante que vale la pena aclarar es que, ser pesimista con respecto al desempeño futuro de un sector no significa necesariamente quitarlo por completo del portafolio ya que ese ‘pesimismo’ puede manifestarse simplemente teniendo en el portafolio una ponderación menor de las acciones de ese sector con respecto a la ponderación que estas tienen en el índice. Esto es algo que siempre debe tenerse en cuenta debido a que siempre existe la posibilidad de que el inversor se equivoque en su análisis de escenarios futuros y, tomar una decisión tan draconiana con respecto a la ponderación de un sector dentro del portafolio podría provocar que, en el caso de que el inversor efectivamente se equivoque, el rendimiento total de su portafolio sea eventualmente mucho menor al del índice.

Una de las mayores ventajas que tiene el armado de portafolios en base a un índice de referencia es que esta metodología le permite al inversor tomar decisiones estratégicas en relación a los sectores, industrias y países que desea privilegiar en su propio portafolio como consecuencia de su análisis de escenarios futuros, pero siempre manteniendo la diversificación y por lo tanto, gestionando de manera apropiada el riesgo total al que está expuesto.

El método TOP-DOWN deconstruido

El método Top-Down comienza con la formulación y las correspondientes respuestas a las tres siguientes preguntas que debe responder el inversor para, de esa manera, aplicar el primer y más importante filtro a los tipos de activos que eventualmente formarán parte de su portafolio:

1. ¿Cuál es tu horizonte de inversión? ¿Cuánto tiempo, como mínimo, estás dispuesto a dejar el dinero invertido en tu portafolio sin realizar retiros?
2. ¿Cuál es tu tolerancia al riesgo? ¿Cuánta disminución en el valor de tu portafolio podés tolerar y seguir durmiendo tranquilo? ¿A partir de qué niveles de volatilidad en el valor total de tu portafolio comienzas a sentir nerviosismo y estrés?
3. ¿Cuáles son tus objetivos de inversión? ¿Cuál es tu rentabilidad pretendida? ¿Cuál es el rendimiento promedio anual que pretendes que tenga tu portafolio en su totalidad? ¿Cuánto dinero pretendes que haya en el portafolio cuando necesites realizar el primer retiro de dinero? ¿En qué moneda medís los rendimientos de tu portafolio?

Las respuestas a estas preguntas son el punto de inicio y la base desde la que se comienza a construir el portafolio ya que la información que brindan permite comenzar a descartar los activos financieros que no cumplen con la remuneración y plazos de tiempo pretendidos por el inversor a la vez que permite también detectar y eliminar las contradicciones que muchas veces tienen los propios inversores ya que, si por ejemplo, un inversor desea armar un portafolio que le brinde un rendimiento en dólares del 50% anual con una volatilidad tan baja que su valor total no caiga nunca

más de un 10%, es necesario que sea consciente de que, por muy prometedor que ese portafolio parezca, lo cierto es que no existe y, quienes le aseguren que existe, probablemente estén intentando estafarlo.

Una vez respondidas las preguntas anteriores ya se cuenta con un primer filtro que permite descartar instrumentos financieros, países, regiones del mundo, tipos de mercados y activos financieros concretos, dejando establecidas las condiciones suficientes para comenzar con el análisis amplio del contexto general o **‘entorno macro’** (drivers económicos/financieros, políticos, psicológicos/emocionales) de algún país, región del mundo o tipo de mercado (desarrollado, emergente, fronterizo) que cumpla con los requisitos exigidos por el inversor en las respuestas a las preguntas iniciales. Este análisis consiste, en última instancia, en responder mediante el estudio de los drivers mencionados, a ‘grandes’ preguntas que son sencillas de formular pero nada fáciles de responder, como por ejemplo: ¿Es más probable que las acciones suban o bajen de precio durante los próximos 12 meses (también puede aplicarse a bonos, commodities y monedas)?, ¿Los activos financieros de qué países, sectores e industrias obtendrán los mejores/peores rendimientos y por qué? Una vez que el inversor ha llegado a conclusiones con respecto a estos ‘drivers de alto nivel’ ya se encuentra en condiciones de avanzar con el análisis de los drivers correspondientes a las características generales de los activos financieros que ha seleccionado para finalmente pasar al análisis de los fundamentos de los activos financieros concretos que incluirá en su portafolio.

En el caso de que, por ejemplo, un inversor haya estudiado los drivers de alto nivel de Estados Unidos, China, Argentina, Latinoamérica o mercados emergentes y, como resultado de dicho análisis, haya decidido invertir en acciones de alguno de ellos, deberá entonces estudiar los drivers de sus sectores e industrias para así tomar decisiones con respecto a cuáles de ellos/as sobreponderará y subponderará en su propio portafolio en relación a la ponderación que tienen en el índice de referencia. Sumado a eso, pueden agregarse decisiones adicionales con respecto a otras variables que también afectan al rendimiento de las acciones y que pueden enriquecer y dotar de más sofisticación al proceso de armado del portafolio de inversión. Algunas de las variables más importantes son: estilo de inversión (growth o value) y capitalización de mercado (grande o pequeña).

Supongamos que un inversor, una vez realizado el análisis de los drivers de alto nivel de algún país, región del mundo o tipo de mercado, llega a la conclusión de que su crecimiento económico durante los próximos 12 a 24 meses será menor al que los expertos, analistas y varios importantes medios de comunicación financieros están esperando. Este tipo de conclusiones son del más alto nivel y tienen implicaciones importantísimas en la composición del portafolio de inversión debido a que afectan tanto a los tipos de activos financieros que se incluirán dentro del mismo, como también a sus ponderaciones y sus características generales. En este caso específico implica que si, por ejemplo, el inversor desea integrar una parte o todo su portafolio con acciones, deberá escoger empresas pertenecientes a sectores e industrias que obtienen altos rendimientos (o al menos buenos rendimientos en relación a los restantes sectores) en entornos de poco crecimiento económico.

El segundo paso del método Top-Down consiste en la aplicación de criterios cualitativos y cuantitativos sobre las características generales de los tipos de activos financieros seleccionados en la etapa anterior con el objetivo de reducir la cantidad de alternativas de inversión disponibles.

Siguiendo con el ejemplo anterior, si el inversor considera que durante el futuro previsible el crecimiento económico de un país, tipo de mercado o región del mundo será más lento de lo que la mayoría espera, podría sobreponderar en su portafolio de acciones a aquellos sectores que suelen obtener un rendimiento superior a los demás en contextos de poco crecimiento económico, entre los que destacan, por ejemplo, el sector tecnológico, al estar representado principalmente por empresas que se encuentran experimentando un crecimiento acelerado (habitualmente conocidas como ‘empresas growth’) gracias al cual, tienen mayores probabilidades de continuar haciendo crecer sus ganancias a pesar del menor crecimiento económico y el sector de la salud gracias a que, como sus empresas ofrecen productos y servicios esenciales para la vida, son menos sensibles a las oscilaciones de los ciclos económicos. Dos filtros adicionales de sofisticación que pueden aplicarse al armado de un portafolio de acciones consisten en que el inversor seleccione, de esos dos sectores, aquellas industrias que, según su análisis, obtienen los mayores rendimientos relativos en contextos de bajo crecimiento económico para así focalizar su selección de acciones individuales del sector tecnológico y de la salud en empresas pertenecientes a esas industrias. El último filtro adicional consiste en dividir al conjunto de empresas restantes por capitalización de mercado (grande o pequeña) y seleccionar aquellas que tengan el tipo de capitalización que obtiene los mejores rendimientos en contextos de bajo crecimiento económico (históricamente han sido las empresas de gran capitalización bursátil las que obtienen los mejores rendimientos en esos contextos por lo que el inversor debería limitar su selección a empresas de gran capitalización bursátil pertenecientes a las industrias seleccionadas de los sectores tecnológico y salud).

En resumen, una vez que el inversor ha estudiado los drivers de alto nivel de un país, región del mundo o tipo de mercado y ha decidido invertir en acciones de empresas representativas de los mismos, seleccionando a su vez un índice de referencia para que lo guíe en el proceso de armado del portafolio, debe determinar la composición del mismo y para ello puede aplicar a todo el universo de acciones disponibles filtros para:

- Sector
- Industria
- Capitalización bursátil
- Estilo de inversión (growth o Value)

El tercer y último paso consiste en realizar un análisis profundo y detallado de los fundamentos de los activos financieros específicamente seleccionados en los pasos anteriores.

Estrategia de implementación

El armado de un portafolio de inversión debería ser pensado como una serie progresiva de pasos a través de los cuales el inversor le va agregando valor, primero a nivel de sector, luego a nivel de industrias y, por último, a nivel del activo o activos financieros concretos que seleccionará para que formen parte del mismo. Este proceso podría también pensarse como un proceso de eliminación mediante el que se va descartando todo aquello que se considere que no agregará valor al portafolio para que, de esa manera, solo queden los activos financieros que el inversor considera que obtendrán los mejores rendimientos y que se ajustan al nivel de riesgo que está dispuesto a asumir. Cabe recordar que todo este proceso se realiza de acuerdo con los drivers económicos, políticos y emocionales que previamente se han identificado y que se consideran que serán los principales catalizadores de los rendimientos que los activos financieros obtendrán en el futuro.

Agregando valor a nivel de sector

Si desean ser consistentes con el método Top-Down, los inversores deben, en primer lugar, determinar cuándo es apropiado sobre o sub-ponderar un sector en sus portafolios, tomando como ponderación de base la que tiene en el índice que estén utilizando como referencia. Los principales factores que deben tenerse en cuenta para tomar esa decisión son los principales drivers de cada sector.

Si se toma la decisión de sobre o sub-ponderar un sector en el portafolio propio, el paso siguiente es determinar el porcentaje de desviación que se asumirá en relación a la ponderación que este sector tiene en el índice de referencia. Esta decisión se toma en base al grado de convicción que el análisis de los drivers le haya dado al inversor sobre el comportamiento que tendrán las acciones del sector durante los próximos 3 a 24 meses. Cuanto más fuerte la convicción, ya sea esta alcista o bajista, más sentido tiene que el inversor se desvíe en su propio portafolio de la ponderación que el sector tiene en el índice pero, aun así, como siempre existe la posibilidad de equivocarse en el análisis, no sería correcto que un inversor, por más convencido que esté, se desvíe tanto en su propio portafolio de la ponderación del índice que, si el futuro muestra que efectivamente estaba equivocado, el rendimiento de su portafolio sufra un daño tan grande que le resulte imposible alcanzar en rendimiento al índice sin asumir para ello un nivel de riesgo demasiado elevado.

Ya sea que el inversor decida desviarse o no de la ponderación que un sector tiene en el índice de referencia, el paso siguiente es seleccionar los instrumentos concretos con los que plasmará la representación del sector en su portafolio. Uno de los métodos consiste en imitar total o parcialmente la composición que el sector tiene en el índice, comprando las mismas empresas y adaptando sus ponderaciones a la que se decidió darle al sector en el portafolio.

Por ejemplo:

Si el sector tecnológico tiene una ponderación del 20% en el índice y ese porcentaje está compuesto por las acciones AAA, BBB y CCC con ponderaciones del 50%, 30% y 20% respectivamente, eso quiere decir que las ponderaciones finales de esas acciones en el índice son:

$$\text{AAA} = 20\% \times 50\%: 10\%$$

$$\text{BBB} = 20\% \times 30\%: 6\%$$

$$\text{CCC} = 20\% \times 20\%: 4\%$$

Si un inversor se siente confiado y quiere asignarle al sector tecnológico el 25% de ponderación en su portafolio, componiendo dicho porcentaje con las mismas acciones del índice, para obtener los porcentajes finales simplemente debe reemplazar el 20% original por el 25% que desea otorgarle al sector en su portafolio, de tal manera que las ponderaciones finales resultan ser:

$$\text{AAA} = 25\% \times 50\%: 12,5\%$$

$$\text{BBB} = 25\% \times 30\%: 7,5\%$$

$$\text{CCC} = 25\% \times 20\%: 5\%$$

Una manera más sencilla y menos costosa de imitar en el propio portafolio la composición que el sector tecnológico tiene en el índice es mediante Exchange Traded Funds (ETFs). Gracias a ellos el inversor simplemente debe buscar los ETFs que imitan la composición del sector tecnológico en índices e invertir en el que tenga la composición que el inversor considera que le brinda la mejor exposición al sector en su totalidad.

Agregando valor a nivel de industria

El siguiente paso consiste en sobre o sub-ponderar industrias del sector en el portafolio, desviándose del porcentaje que tienen dentro del índice de referencia que se haya seleccionado. Estas desviaciones se fundamentan en el análisis y las perspectivas futuras que el analista ha elaborado para el sector en general y para cada industria en particular.

Dentro de cada sector, cada industria pasará frecuentemente por momentos en los que sus perspectivas futuras y sus drivers serán favorables o desfavorables, alternando dichos momentos entre sí a lo largo del tiempo como consecuencia de que ninguna industria, por buenos o malos drivers que tenga, puede obtener consistentemente a largo plazo rendimientos que siempre sean mayores o menores a los del sector en su conjunto. Cada industria tendrá momentos en los que liderará el rendimiento del sector o bien estará rezagada con respecto al mismo y todo dependerá de la situación que estén atravesando sus drivers en ese momento.

Al tomar la decisión con respecto a qué industrias sobre y sub-ponderar en su portafolio, diferenciándose así de la ponderación que estas tienen en el índice de referencia, el analista debe asegurarse de que esa decisión esté alineada con el estado de los drivers de más alto nivel del método top-down, es decir los drivers económico, político y psicológico/emocional. Esto es de suma importancia porque, en última instancia, esos drivers tendrán siempre una gran influencia en el rendimiento de todos los sectores e industrias, y será poco probable que el rendimiento del sector de la salud y sus industrias sea superior al del índice si los drivers de más alto nivel les son desfavorables.

Por último, el inversor siempre debe tener presente que *los rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros* debido a que, de acuerdo con lo investigado por las finanzas cuantitativas, los activos financieros se mueven mediante movimientos brownianos geométricos que son conocidos como procesos de Markov, cuya principal característica es la de no tener memoria de su pasado. Ningún conjunto de reglas funciona todo el tiempo en los mercados financieros y por esa razón es que el analista debe analizar la situación completa antes de invertir, no deteniéndose solamente en analizar la situación de la empresa. El análisis del pasado le sirve al analista para entender el contexto en el que está invirtiendo pero no es una hoja de ruta que le indica lo que sucederá en el futuro.

Implementación de la sobre o sub-ponderación de industrias en el portafolio

Una vez que se ha evaluado la situación de los drivers del sector en general y de cada industria en particular, habiéndose formado opiniones con respecto a los rendimientos futuros esperados para cada una de ellas, el inversor puede seguir adelante con los siguientes pasos para implementar la asignación de capital de cada industria en su propio portafolio, sobre o sub-ponderándolas con respecto a la ponderación que estas tienen en el índice de referencia, de acuerdo con las expectativas de rendimientos futuros que se haya formado para cada una de ellas. Los pasos a seguir son los siguientes:

1. Determinar las ponderaciones que tendrán cada una de las industrias en el portafolio propio y compararlas con las ponderaciones que estas tienen en el índice de referencia. La diferencia que exista entre ambas ponderaciones determinará la ‘apuesta’ que el inversor estará realizando a favor o en contra de cada industria en su propio portafolio, la cual estará sustentada en la convicción que tenga con respecto al rendimiento futuro que considera que cada industria tendrá. Es decir que, cuando tenga una convicción moderada a favor o en contra de una industria, su desviación con respecto a la ponderación que esta tiene en el índice será pequeña o nula pero, por el contrario, cuando considere que tiene información significativa de la que otros inversores carecen o que está interpretando la información que todos tienen de manera diferente a como lo hace la mayoría, puede intentar hacer una ‘apuesta’ más grande desviándose mucho (ya sea sobre o sub-ponderando) de la ponderación

que la industria tiene en el índice de referencia. Aun así, dado que siempre existe la posibilidad de estar equivocado sin importar el grado de convicción que se tenga con respecto a una inversión, es una muy buena práctica la idea de nunca desviarse de las ponderaciones del índice hasta tal extremo que, en caso de estar equivocado, se infrinja al rendimiento del portafolio un daño irreparable que tomará sumamente difícil que su rendimiento supere al del índice de referencia a largo plazo.

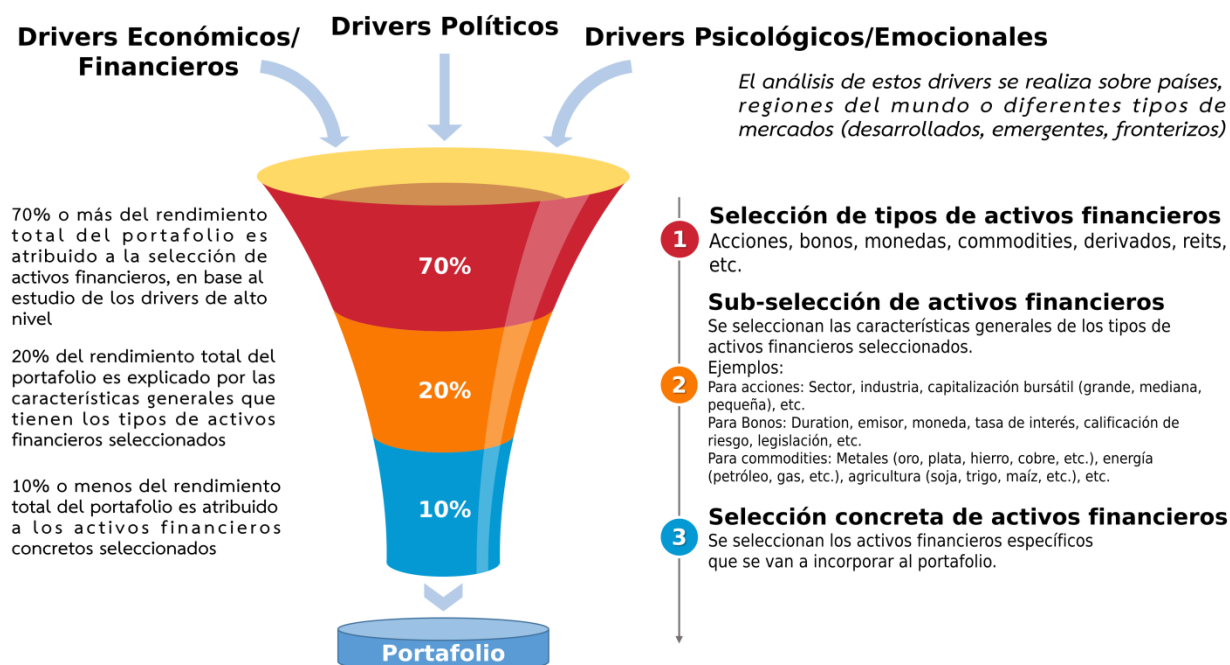
2. Determinar de qué manera el porcentaje de asignación de capital elegido será efectivizado en el portafolio. Existen varias alternativas disponibles: Si el inversor considera que no tiene conocimientos suficientemente profundos, detallados y útiles acerca de una empresa o un conjunto de empresas de una industria, puede simplemente comprar las mismas acciones de esa industria que tiene el índice de referencia o un conjunto reducido que contenga las empresas más importantes de la misma ponderándolas luego en el portafolio de manera proporcional por capitalización de mercado o incluso asignándoles a todas el mismo porcentaje de dinero ya que, como afirman Malladi y Fabozzi (2017), la información proveniente de rendimientos históricos muestra que los portafolios cuya asignación de capital les otorgó el mismo porcentaje de dinero a cada acción obtuvieron rendimientos superiores a los portafolios cuyo porcentaje de asignación de capital para cada acción fue determinado por la capitalización bursátil de la empresa. Otra alternativa viable para el inversor que no tiene conocimientos profundos acerca de las empresas que componen una industria es invertir en ella mediante un exchange-traded fund (ETF) cuyo objetivo sea invertir en esa industria. De esa manera, el inversor podrá invertir en esa industria compensando con diversificación y administración profesional la carencia de conocimientos que tiene acerca de las empresas concretas que la componen.

Agregando valor a nivel de activo financiero

La estrategia más avanzada de esta metodología implica no solo invertir en ETFs que repliquen el comportamiento del índice representativo de un mercado, un país, una metodología, un sector o una industria en particular sino que implica dar un paso más e invertir directamente en activos financieros individuales.

Aquí, el espectro de diferentes alternativas se torna demasiado abarcativo como para siquiera intentar dar una breve descripción de todas las alternativas disponibles pero, aun así, más allá de cual sea el o los instrumentos concretos elegidos, es importante que el inversor lo conozca en profundidad antes de invertir su dinero en él porque, de lo contrario, estará invirtiendo total o parcialmente ‘a ciegas’, con poco o nulo control sobre los potenciales resultados de su inversión y asumiendo, como consecuencia de eso, un gran riesgo de perder dinero con esa inversión.

Llegado este punto, es importante enfatizar que la parte más amplia e importante de todo el proceso de análisis, investigación y toma de decisiones para el armado de un portafolio de inversión es realizada antes de que el inversor siquiera llegue a encontrarse con activos financieros individuales; esa es la clave del método Top-Down: enfatiza el análisis de los drivers de alto nivel de países, regiones del mundo o tipos de mercados para luego, en base a dicho análisis, ir recorriendo una especie de ‘embudo’, pasando a través de varios filtros consecutivos hasta obtener un número reducido y manejable de alternativas individuales de inversión, a las que luego el inversor estudia en profundidad para determinar cuáles de ellas incluirá dentro del portafolio y con qué ponderación, tal como se muestra en la imagen que se encuentra a continuación:



Fuente: Elaboración propia a partir de Brinson, Randolph Hood, Beebower (1986) y Brinson, Singer, Beebower (1991).

Capítulo 2: Análisis de los drivers de alto nivel

Con el objetivo de tomar decisiones Top-Down de manera correcta, el inversor debe comenzar analizando los drivers de portafolio, también conocidos como drivers de alto nivel, los cuales se dividen en tres categorías: económicos/financieros, políticos, psicológicos/emocionales.

Los drivers de portafolio son los responsables del rendimiento que tienen los diferentes tipos de activos financieros disponibles y por lo tanto, de manera transitiva, son también los principales responsables de los rendimientos que tienen los activos financieros individuales.

Identificar correctamente el estado actual y futuro de estos drivers le permite al inversor detectar correctamente las áreas del mercado en las que es más probable encontrar activos financieros que obtengan rendimientos superiores a los de los índices de referencia (como por ejemplo, un índice de acciones, de bonos o de commodities).

La tabla que se encuentra a continuación muestra los ejemplos más habituales de drivers para cada una de las categorías de drivers de portafolio. Esa tabla no está, en absoluto, completa con todos los drivers de portafolio existentes pero contiene, al menos, los drivers que, como mínimo, un inversor debe analizar al comenzar el proceso de armado de un portafolio de inversión. La correcta identificación de nuevos e inexplorados drivers de portafolio es una de las principales actividades que tiene la capacidad de darle al inversor una ventaja competitiva lo suficientemente alta como para permitirle obtener rendimientos superiores a los índices a largo plazo.

Económico/Financiero	Político	Psicológico/Emocional
Crecimiento económico	Entorno regulatorio general	Sentimiento inversor general: ¿Pánico, pesimismo, escepticismo, optimismo o euforia?
Etapas del ciclo económico	Ideología política del poder ejecutivo y legislativo: Izquierda, social democracia, conservador, liberal	Estilos de inversión preferidos y valuaciones generales de activos financieros
Nivel de tasas de interés	Nacionalización / Privatización	Flujos de dinero a fondos de inversión
Forma de la curva de tasas de interés	Composición del poder legislativo por partidos políticos	Cobertura mediática
Política monetaria del Banco Central	Impuestos	Confianza del consumidor
Actividad bancaria, multiplicador monetario	Reformas estructurales: control vs liberalización	Aversión al riesgo
Inflación	Política energética y ambiental	Comportamiento de la inversión extranjera
Precios de commodities	Derechos de propiedad	Proyecciones de los analistas profesionales de inversión
Inversiones de capital	Estabilidad política y niveles de aceptación del gobierno	Flujos de dinero a tipos de activos financieros
Producción industrial	Política comercial	Calificaciones de riesgo
Nivel de empleo	Relaciones diplomáticas	
Mercado inmobiliario	Conflictos geopolíticos	
Tipos de cambio	Regulación empresarial y del mercado de capitales	
Niveles de endeudamiento (soberano, corporativo, consumidor)	Política fiscal	
Fusiones y adquisiciones	Niveles de corrupción	
IPOs, Emisión secundaria de acciones, recompra de acciones	Estabilidad social	
Balanza comercial	Índice de libertad económica	
	Índice de facilidad para hacer negocios	

Fuente: Elaboración propia

Drivers económicos/financieros

Tal como sus nombres lo indican, los drivers económicos y financieros abarcan todas las variables capaces de describir el estado del entorno macroeconómico y financiero de un país, región del mundo, tipo de mercado e incluso del planeta en su totalidad. Estas variables incluyen a todas las mencionadas en la tabla anterior y a una miríada de variables adicionales que, aunque tal vez no sean tan importantes y conocidas como las anteriores, de todas maneras pueden influir en el estado presente y futuro de dicho entorno.

¿Qué sectores de la economía serán los que más contribuirán al crecimiento económico de un país o región del mundo durante los próximos 12 a 24 meses? ¿Cuáles son las causas subyacentes que les permitirán ser los mejores? ¿Cuál es el entorno de tasas de interés más probable que puede haber durante ese periodo? ¿Cómo afectará dicho entorno a las acciones de diferentes sectores? ¿Cuál es la perspectiva futura para la actividad crediticia de los bancos, el multiplicador monetario y las tendencias en el nivel de empleo para un determinado país o región del mundo? Todas estas preguntas y muchas más son las que un inversor debe responderse con el objetivo de conocer el estado de los principales drivers económicos y financieros de un país, tipo de mercado o región del mundo.

El trabajo del inversor es analizar con la mayor profundidad posible cada uno de esos drivers para determinar de qué manera pueden afectar en el futuro al rendimiento total del portafolio de inversión y de cada uno de sus segmentos.

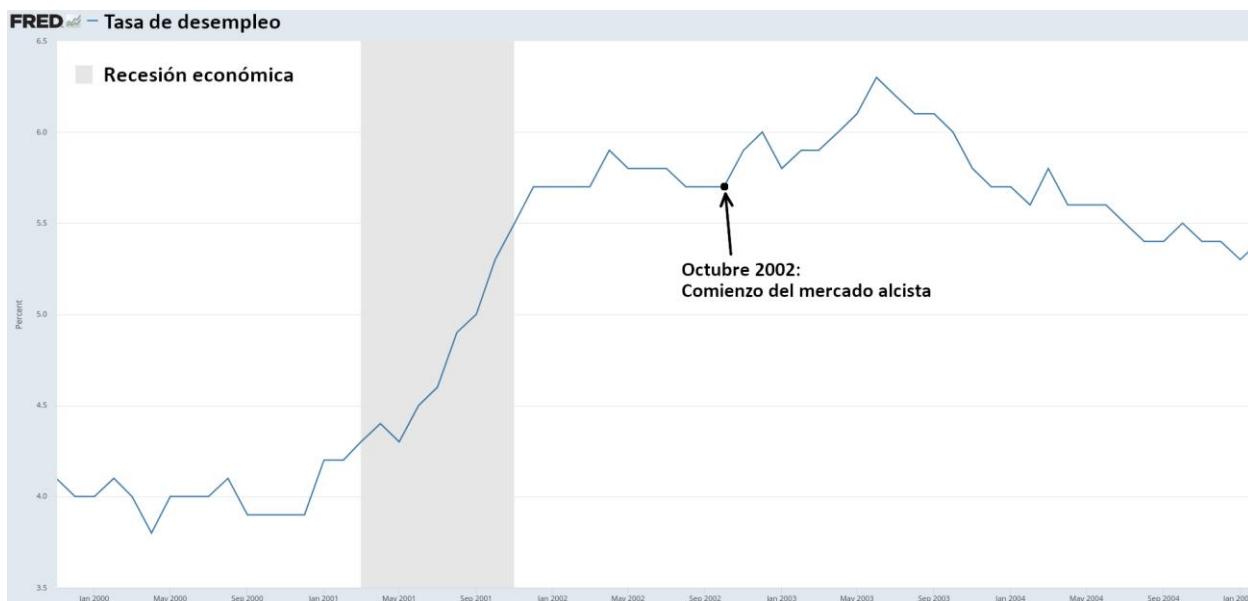
No es el objetivo de este trabajo de investigación realizar un estudio profundo y pormenorizado de cada uno de los drivers listados en la tabla anterior, pero aun así, me parece importante brindar algunas explicaciones que pueden ayudar a entender mejor la relación que existe entre activos financieros como, por ejemplo, las acciones y algunas variables económicas, además de derribar algunos mitos populares que circulan habitualmente entre los inversores.

Relación entre el rendimiento de las acciones, las variaciones del PBI y el nivel de empleo

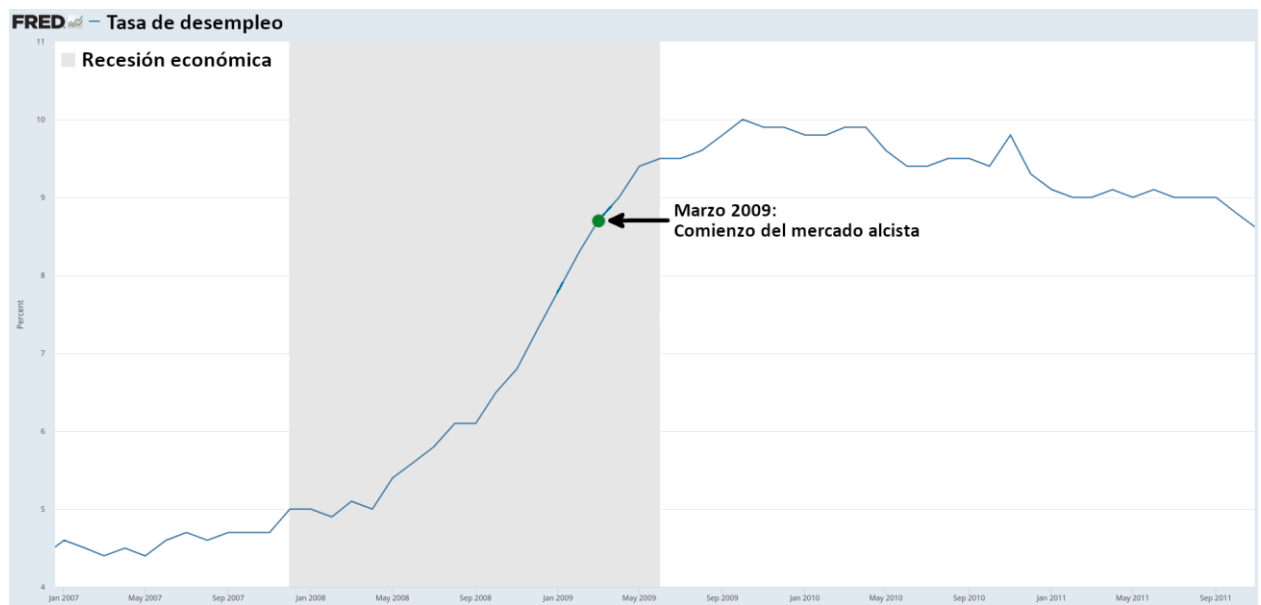
De acuerdo con Fisher Investments y Kriz (2012), **los precios de las acciones se mueven en los mercados financieros descontando las ganancias que el consenso de los inversores considera que tendrán las empresas durante los próximos 3 a 24 meses.** Si el mercado es alcista, el enfoque de los inversores suele estar puesto principalmente en la parte más alejada de ese periodo (12-24 meses) mientras que, si el mercado es bajista, suelen focalizarse en el tramo más corto (3-6 meses). Prácticamente en ninguna ocasión el enfoque de los inversores acerca del desempeño futuro de las empresas está puesto en un periodo menor a 3 meses (solo en mercados bajistas muy acelerados)

debido a que ese periodo es tan cercano que hay en medio demasiada incertidumbre ligada al sentimiento inversor y este hace imposible poder realizar una estimación sensata de lo que sucederá con la empresa en un periodo tan corto de tiempo. Por razones similares, el enfoque de los inversores tampoco suele estar puesto más allá de 24 meses a futuro debido a que el periodo de tiempo es tan lejano que es imposible realizar una predicción sensata de las ganancias que tendrán las empresas en ese momento; la cantidad de variables que deberían tenerse en cuenta y la cantidad de escenarios futuros que deberían considerarse como posibles es simplemente abrumadora.

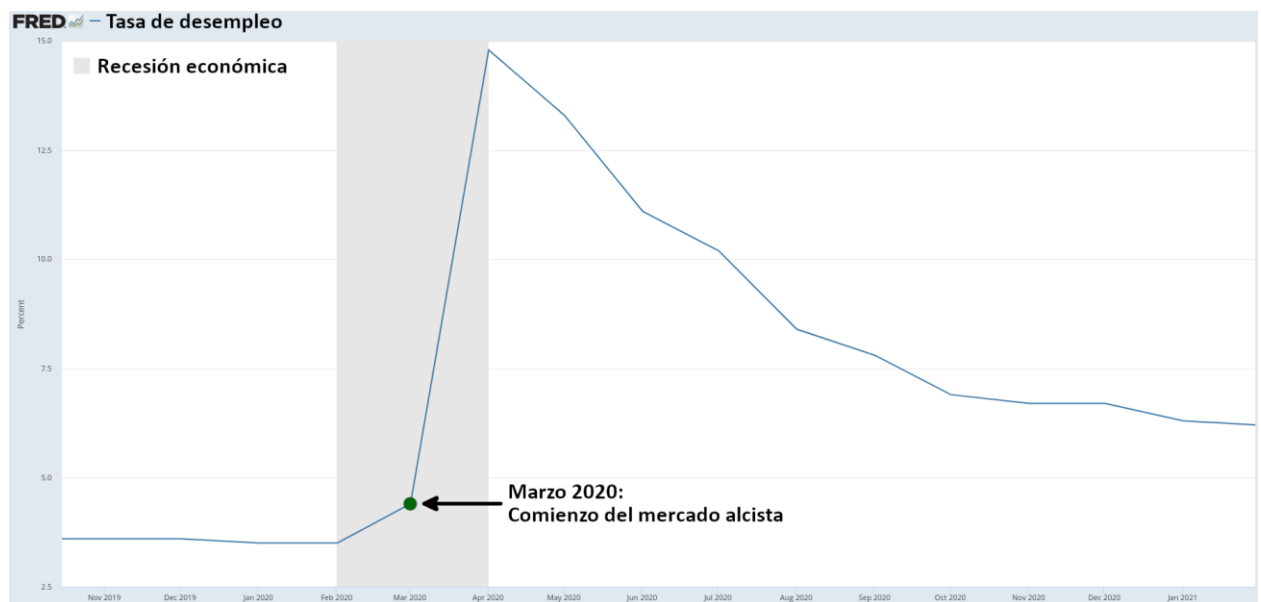
Los precios de las acciones se caracterizan por ser ‘leading indicators’, lo cual quiere decir que van por delante y se mueven de manera anticipada a las variaciones que experimentan variables como el crecimiento de la economía y el nivel de empleo, por no mencionar el hecho de que, como se dijo anteriormente, **los precios de las acciones se mueven descontando escenarios futuros mientras que, tanto el valor del PBI como la tasa de desempleo son variables que miran al pasado ya que, cuando se publican sus datos actualizados, nos hablan de lo acontecido en periodos de tiempo que ya finalizaron por lo que no tienen la capacidad de influir en el precio de las acciones (debido a que estos miran al futuro) y, por lo tanto, no deberían ser tenidos en cuenta por los inversores al momento de armar o modificar sus portafolios de inversión.** Para confirmar esto, simplemente basta con observar lo sucedido durante las últimas tres crisis experimentadas por el mercado de valores de EEUU.



Fuente: *St. Louis Fed*, U.S. Bureau of Labor Statistics



Fuente: *St. Louis Fed*, U.S. Bureau of Labor Statistics



Fuente: *St. Louis Fed*, U.S. Bureau of Labor Statistics

Como vemos en los gráficos anteriores, el comportamiento habitual de estas tres variables es el siguiente: **Los precios de las acciones van por delante, anticipando el futuro, seguidas por las variaciones del PBI y, por último, por los cambios en la tasa de desempleo.** Este comportamiento es incluso de sentido común debido a que es lógico que las acciones se muevan primero como resultado de que, cuando los inversores avizoran que se vienen malos tiempos para la economía, venden sus acciones y se refugian en activos más seguros; de la misma manera tiene

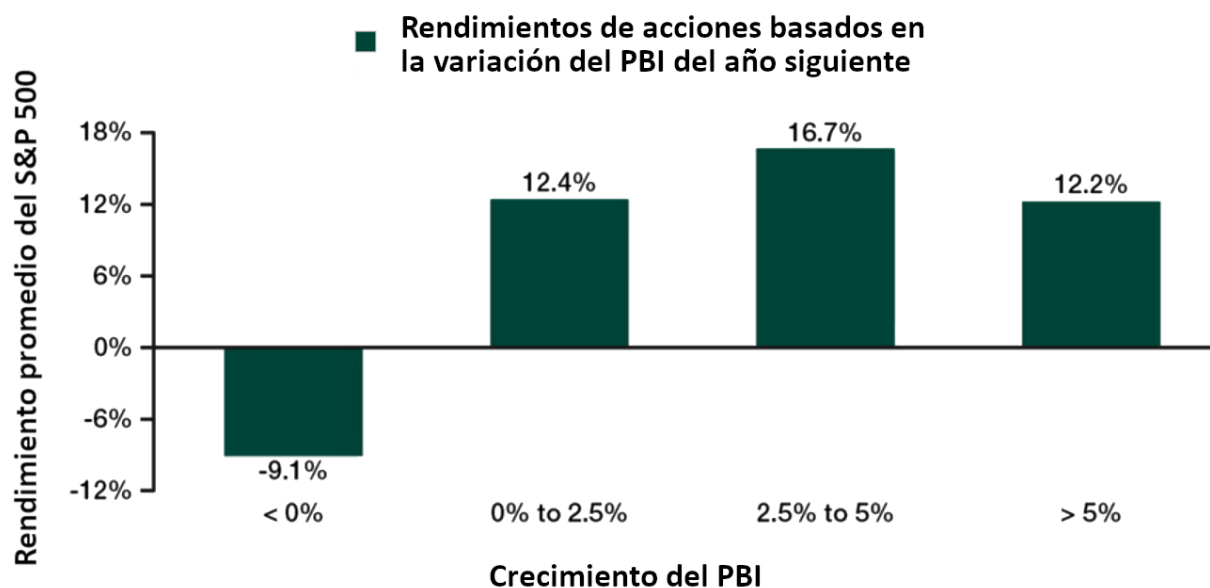
sentido que el nivel de empleo sea lo último que reaccione, tanto al alza como a la baja debido a que, cuando en una empresa se avizoran malos tiempos, primero se deja de invertir en crecimiento, luego se recortan costos discrecionales y por último, cuando ya no hay otra alternativa, se despiden empleados ya que la empresa ha hecho una inversión en tiempo y dinero con cada empleado que ha contratado al capacitarlo y brindarle conocimiento para realizar su trabajo por lo que es costoso para la compañía despedir a personas que posteriormente, cuando los tiempos mejoren, tal vez no estén disponibles para reincorporarse a la empresa debido a que se han ‘llevado’ ese conocimiento y esa experiencia a otra parte. Como consecuencia de toda esa inversión que realizan las empresas en sus empleados sucede también que el nivel de empleo es la última variable en moverse al alza cuando la economía se recupera ya que, cuando una empresa avizora que se vienen tiempos mejores, por lo general primero intenta cubrir la demanda adicional con sus propios empleados, luego con horas extras y recién cuando está segura de que la recuperación económica no es temporal sino permanente es que decide contratar nuevamente empleados de manera permanente.

¿Qué sucedió en la crisis .COM del año 2000? Esta crisis es la excepción a esa regla debido a que el mercado alcista que iniciaron las acciones luego de la misma comenzó después de iniciada la recuperación económica. La razón para que eso sucediera fue que el mercado bajista iniciado en marzo del 2000 se prolongó hasta octubre de 2002 como consecuencia de que la crisis (concretamente las quiebras de Enron y WorldCom) motivó al gobierno estadounidense a promulgar la ley Sarbanes-Oxley que aumentó las regulaciones y el monitoreo sobre las empresas que cotizaban en mercados de valores de EEUU. Esto a su vez agregó una cuota de incertidumbre adicional a la que normalmente permea los mercados bajistas y las crisis como consecuencia de que, mientras la ley no se promulgase, los inversores no sabrían a ciencia cierta cuál sería el entorno regulatorio que deberían afrontar las empresas una vez promulgada la misma. Cuando en julio de 2002 la ley fue promulgada, la incertidumbre finalmente terminó, las nuevas reglas de juego y el nuevo entorno regulatorio quedaron establecidos y el paso de la incertidumbre a la certidumbre provocó que, a los pocos meses, un nuevo mercado alcista cobrara vida.

A modo de resumen, lo que la historia de los mercados financieros nos ha enseñado es que:

No son las variaciones del PBI y del nivel de empleo las que predicen el comportamiento que tendrán las acciones en el mercado sino que, al contrario, es el movimiento que tienen las acciones en el mercado el que predice lo que sucederá con el PBI y el nivel de empleo.

Otro hecho importante que atañe a la relación existente entre las variaciones del PBI y el movimiento de las acciones es que, al contrario de lo que suele creerse, no es necesario que el crecimiento económico sea muy alto en países desarrollados para que los precios de las acciones experimenten subas significativas. El gráfico que se encuentra a continuación lo confirma:



Source: FactSet, Global Financial Data, as of 3/19/2019. Real GDP percent change and average returns within GDP growth increments for the S&P 500 Total Return Index, yearly, 1/1/1970–12/31/2018

Por último, existen algunos ratios que relacionan rendimientos de acciones con el PBI y con ganancias de las empresas, y que son muy populares entre los inversores a pesar de que su composición sea totalmente inconsistente y contradictoria; por esta razón es que resulta importante explicar dichas inconsistencias para evitar caer en el error de utilizarlos.

El primero de ellos es el famoso **‘Buffett indicator’** cuya fórmula consiste en dividir la capitalización de mercado de un índice (generalmente se utiliza el S&P500 o el Wilshire 5000) por el PBI (generalmente se utiliza el de EEUU). La forma en la que normalmente se utiliza este indicador es calculando su valor actual y comparándolo con sus valores pasados, sobre todo en momentos de crisis importantes, para ver si luce ‘alto’ o ‘bajo’ con respecto a esos momentos que antecedieron a mercados bajistas de acciones.

El 'Buffett indicator' es un ratio muy inconsistente debido a que el numerador solo utiliza la capitalización de mercado de las empresas y, al hacer eso, se está suponiendo que todas ellas son 'full equity', siendo que la deuda existe y hay que tenerla en cuenta al momento de valorar empresas. Sería mucho más consistente para ese ratio utilizar el Enterprise Value⁸ en lugar de la capitalización de mercado pero incluso si se hace eso, tampoco se obtendría un resultado que fuera útil como predictor del comportamiento que tendrán las acciones en el futuro debido a que comparar con el pasado en los mercados financieros es muchas veces equivalente a comparar 'peras con manzanas'. Por ejemplo, no es consistente comparar de manera superficial el valor de un ratio en el día de hoy (por ejemplo: p/e, p/bv, p/s, cape o Buffett) con el valor que dicho ratio tenía justo antes de la crisis financiera de 2008 o la burbuja .COM del año 2000 porque la tasa del bono a 10 años es

⁸ Enterprise Value = precio de las acciones x cantidad de acciones emitidas + deuda de corto plazo + deuda de largo plazo – caja e inversiones de corto plazo

actualmente diferente de la que había en esos contextos y eso hace que los factores de descuento que se utilizan para valorar empresas fueran muy diferentes en ambos contextos a los que hay en la actualidad, con lo cual, no son comparables vis-à-vis. Eso sin contar, por supuesto, con que otras variables como, por ejemplo, la productividad de las empresas, el rendimiento sobre el capital, la estructura de capital, el crecimiento de las economías, la inflación y un largo etcétera son en la actualidad muy diferentes de las que eran en contextos de crisis anteriores, tornando insensato todo tipo de comparación de un ratio como los mencionados anteriormente con respecto a sus valores pasados.

Otras inconsistencias importantes que tiene el Buffett indicator son:

- Compara un índice del mercado bursátil, que a lo sumo es una muestra pequeña de la economía, con 500 a 5000 empresas como máximo, con una medición como el PBI que abarca a toda la economía en su conjunto.
- Utiliza en el numerador a un índice que contiene empresas que obtienen una gran parte de sus ingresos de una multitud de países o cuyos costos están expuestos a varios países diferentes pero luego divide todo por el PBI de un solo país.
- Compara la capitalización de mercado de las empresas, la cual mira al futuro porque se calcula utilizando los precios de las acciones, con el valor del PBI de la economía, que mira al pasado porque se calcula con los datos de un periodo que ya finalizó.

Por último, incluso si este ratio tuviera algún tipo de valor predictivo, es bastante arriesgado creer que un ratio tan popular como el Buffett Indicator, cuyo valor es fácil de calcular, no se encuentra actualmente descontado en los precios. Es muy ingenuo que, ante un contexto de Buffett indicator ‘muy alto’ o ‘muy bajo’, un inversor crea que Wall Street ‘no lo sabe’, siendo este un ratio tan conocido por todos y sencillo de calcular (lo mismo sucede con otros ratios muy famosos como el P/E ratio). Volverse popular entre los inversores implica para un indicador bursátil el hecho de dejar de funcionar como predictor porque, como los mercados son eficientes con respecto a la información pública que está disponible al alcance de todos, en el momento en que algún concepto o estrategia demuestra tener la capacidad de ganarle en rendimiento al índice, una gran cantidad de inversores y traders comienzan a utilizarlo y, como consecuencia de eso, la capacidad que tenía para ‘vencer al mercado’ desaparece. Wall Street es un ambiente muy propicio para que las ideas, conceptos y estrategias ‘mueran por su propio éxito’.

En el caso del **CAPE de Robert Shiller**, la fórmula del ratio es: valor del S&P500 / ganancias promedio de las empresas, ajustadas por inflación, de los últimos diez años. Las inconsistencias más importantes que tiene este ratio son:

- El numerador ‘apunta’ al futuro debido a que el valor del índice, como el de cualquier acción, refleja las expectativas del mercado sobre las ganancias futuras de las empresas pero, a su vez, el denominador ‘apunta’ al pasado debido a que toma un promedio de ganancias de los últimos diez años.

- Ajusta el denominador por inflación pero no el numerador.
- Toma las ganancias de los últimos diez años, siendo que las empresas son en la actualidad muy diferentes de las que eran hace siete, ocho o diez años (incluso la composición del índice era diferente en aquel entonces). ¿Qué relevancia pueden tener las ganancias de las empresas obtenidas hace ocho, nueve o diez años con lo que está ocurriendo en ellas en la actualidad?
- Utiliza un promedio de ganancias para, según su creador, "suavizar los efectos de los ciclos económicos" pero, al mismo tiempo, suele afirmarse que dicho ratio sirve para "predecir cambios de ciclos económicos y de mercados financieros".

Características de una corrección de mercado de acciones

De acuerdo con Fisher Investments (2019), una corrección de mercado es un movimiento bajista en el valor de un índice que sea representativo del mismo, la cual cuenta con las siguientes características:

- El inicio de la baja de precios suele ser acelerado, sorpresivo y con gran aumento de la volatilidad respecto de la que venía experimentando el mercado hasta ese momento. La finalización de la baja suele ocurrir de manera tan imprevista y repentina como lo fue su comienzo, seguida habitualmente por un acelerado reinicio de la tendencia alcista que estaba vigente.
- Ocurren sin causa aparente o se les atribuye, una vez iniciadas, una o varias causas cuyas consecuencias han sido exageradas por la ‘narrativa’ que surge del sentimiento de los inversores. Dicho de otra manera, cuando se analizan las causas a las que el consenso de los inversores atribuye la baja de precios, se comprueba que las mismas ‘están fuera de escala’, lo cual quiere decir que no tienen la magnitud suficiente como para generar una destrucción de PBI tan grande como para llevar al país a una recesión y, por lo tanto, la conclusión que se deduce de esa situación es que la principal causa generadora de correcciones de mercado es el ‘sentimiento inversor’ cuando este se vuelve temporalmente negativo con mucha intensidad.
- El movimiento de baja de precios, de máximo a mínimo, dura habitualmente entre 1 y 3 meses, pero han existido casos de correcciones ‘atípicas’ que han llegado a durar hasta 5 meses entre máximo y mínimo (Por ejemplo: la corrección del S&P500 de 2011).
- La profundidad promedio de la baja de precios es del 10%, partiendo desde el último récord histórico. Si la baja resulta ser de entre un 5% y un 10% se la considera una ‘corrección menor’ y si es de entre el 10% y el 20% se la considera una ‘corrección mayor’. Una caída de precios menor al 5% desde el último record histórico es considerada meramente como una ‘toma de ganancias’ ya que no tiene la intensidad suficiente como para siquiera ser considerada una corrección de mercado mientras que, una caída de precios superior al 20%

desde el último récord histórico es considerada como un mercado bajista y, en ese caso, el contexto del mercado cambia completamente para el inversor.

Cabe aclarar que, para detectar y analizar este tipo de movimientos deben utilizarse índices que estén bien contruidos, como el S&P500, Nasdaq o los contruidos por MSCI ya que índices como el Dow Jones o el Nikkei no son adecuados para realizar este tipo de análisis debido a que están mal contruidos al utilizar ponderaciones por precio en lugar de ponderar por capitalización de mercado.

Las características mencionadas anteriormente emergieron del estudio de índices de mercados desarrollados, principalmente el S&P500, debido a que son índices longevos y que cuentan con datos de calidad que retroceden varias décadas al pasado, lo cual permite analizar su comportamiento a lo largo de una miríada de contextos diferentes. Seguramente este tipo de características pueden encontrarse también en índices de acciones de mercados emergentes pero, como consecuencia de la debilidad inherente de las instituciones económicas, políticas y financieras de este tipo de mercados, el inversor no debe utilizarlas en ellos tal como aquí se presentan sino que debe hacerlo con más flexibilidad y prestando mucha atención a la justificación que se atribuye a la caída de precios para confirmar si efectivamente esta tiene la capacidad de llevar al país a una recesión o si, en realidad, la corrección está ocurriendo como resultado de que el sentimiento inversor se ha vuelto temporalmente negativo ya que, en última instancia, más allá de si la baja de precios se produce en un mercado desarrollado o emergente, lo más importante es que solo puede gestarse un mercado bajista en las acciones cuando existiese una causa lo suficientemente grande como para deteriorar los fundamentos de las empresas (ingresos, márgenes de rentabilidad y riesgo) hasta tal punto que el país termine entrando en una recesión; de lo contrario la baja de precios solo será una corrección temporal de mercado que eventualmente finalizará para continuar con el mercado alcista.

A modo de conclusión puede decirse que las correcciones de mercado son un llamado a la paciencia y, a lo sumo, al aprovechamiento de la oportunidad que brindan las ineficiencias temporales del mercado para utilizar la liquidez que se tenga disponible para comprar empresas de buena calidad y con buenos fundamentos a un precio más barato, pero no son de ninguna manera un llamado al desarme total del portafolio de inversión ya que, como se dijo anteriormente, son movimientos bajistas temporales que suelen finalizar de manera tan imprevista como lo fue su comienzo. Teniendo eso en cuenta, si el inversor toma una decisión tan drástica en el contexto de una baja temporal, eso podría evitarle en el futuro poder alcanzar sus objetivos de inversión al tener que posteriormente volver a comprar a precios más elevados las acciones que vendió durante la corrección.

A modo de complemento, y con el objetivo de que el inversor utilice esos datos como referencia cuando en el futuro deba enfrentarse a una corrección de mercado, a continuación se incluye una tabla que muestra lo ocurrido durante todas las correcciones ‘mayores’ que experimentó el índice S&P500 a lo largo de su historia; todas ellas seguramente fueron dolorosas para los inversores, fueron justificadas en su momento por todo tipo de causas diferentes, en más de una de ellas se debe

haber pronunciado la frase “esta vez es diferente” pero todas, sin excepción, eventualmente terminaron y el mercado alcista continuó su recorrido.

Inicio Día del último máximo	De máximo a mínimo			Rendimientos posteriores al mínimo		
	Día del mínimo	Duración (en meses)	Rendimiento	6 Meses	12 Meses	24 Meses
1928-05-14	1928-06-12	1	-10.3%	22.8%	38.8%	20.7%
1932-06-15	1932-07-08	0.8	-13.8%	64.0%	171.7%	124.3%
1933-03-16	1933-03-31	0.5	-15.6%	68.2%	84.1%	44.8%
1933-06-12	1933-06-15	0.1	-10.6%	3.5%	5.0%	5.4%
1936-04-06	1936-04-29	0.8	-12.7%	27.1%	18.1%	-27.8%
1943-07-14	1943-11-29	4.5	-13.1%	11.6%	16.9%	55.0%
1946-02-05	1946-02-26	0.7	-10.1%	3.9%	-9.0%	-16.8%
1950-06-12	1950-07-17	1.2	-14.0%	29.2%	31.4%	50.2%
1953-01-05	1953-09-14	8.3	-14.8%	17.5%	37.7%	98.1%
1955-09-23	1955-10-11	0.6	-10.6%	18.4%	14.7%	0.3%
1959-08-03	1960-10-25	14.7	-13.9%	24.9%	30.7%	4.6%
1962-08-22	1962-10-23	2	-10.5%	30.0%	36.5%	59.2%
1967-09-25	1968-03-05	5.3	-10.1%	14.8%	13.7%	2.6%
1971-04-28	1971-11-23	6.9	-13.9%	21.8%	29.7%	10.3%
1974-11-07	1974-12-06	1	-13.6%	42.3%	33.5%	59.3%
1975-07-15	1975-09-16	2.1	-14.1%	22.9%	28.3%	17.5%
1976-09-21	1978-03-06	17.4	-19.4%	21.3%	12.6%	25.0%
1978-09-12	1978-11-14	2.1	-13.6%	6.0%	11.8%	48.3%
1979-10-05	1979-11-07	1.1	-10.2%	7.3%	29.3%	22.8%
1980-02-13	1980-03-27	1.4	-17.1%	28.6%	37.1%	14.0%
1983-10-10	1984-07-24	9.4	-14.4%	19.5%	29.6%	61.0%
1989-10-09	1990-01-30	3.7	-10.2%	10.1%	5.6%	27.4%
1990-07-16	1990-10-11	2.8	-19.9%	27.8%	29.0%	37.9%
1997-10-07	1997-10-27	0.7	-10.8%	23.9%	21.5%	47.9%
1998-07-17	1998-08-31	1.5	-19.3%	29.4%	37.9%	58.5%
1999-07-16	1999-10-15	3	-12.1%	8.8%	10.2%	-12.6%
2002-11-27	2003-03-11	3.4	-14.7%	26.9%	38.2%	49.9%
2010-04-23	2010-07-02	2.3	-16.0%	23.0%	31.0%	33.5%
2011-04-29	2011-10-03	5.2	-19.4%	28.6%	32.0%	52.7%
2012-04-02	2012-06-01	2	-9.9%	10.8%	29.6%	50.5%
2015-05-21	2016-02-11	8.7	-14.2%	19.5%	26.6%	43.2%
2018-01-26	2018-02-08	0.4	-10.2%	10.7%	4.9%	28.9%
2018-09-20	2018-12-24	3.1	-19.8%	25.3%	37.7%	57.5%
Promedio:		3.60	-13.7%	22.7%	30.5%	35.0%
Mediana:		2.1	-13.8%	22.8%	29.6%	37.9%

Fuente: Global Financial Data, Inc. Rendimientos del índice S&P 500 sin incluir dividendos

Las 4 reglas de los mercados bajistas de acciones en países desarrollados

De acuerdo con Fisher Investments (2019), un mercado bajista ocurre cuando se produce una caída mayor al 20% del valor del índice representativo del mercado durante un periodo prolongado de tiempo (mayor a un año) como consecuencia de un deterioro en los fundamentos de las empresas y la macroeconomía.

Huerta de Soto (2009) explica que, de acuerdo con la teoría austríaca del ciclo económico, una recesión es el proceso mediante el cual la economía de un país o región del mundo se ‘limpia’ de las malas asignaciones de capital y trabajo que fueron realizadas durante la etapa expansiva del ciclo económico. Según este autor, lo que habitualmente ocurre en las economías de los países es que, al inicio de una expansión económica, las empresas en general están ‘magras’, con baja cantidad de deuda a nivel agregado y recursos ociosos, lo cual a su vez confluye con un entorno de bajas tasas de interés y pendiente positiva en la curva de rendimientos de los títulos públicos. Gracias a eso, la función empresarial comienza a actuar, detectando oportunidades de inversión hacia las cuales se van asignando recursos (capital y trabajo) aprovechando un contexto de bajas tasas de interés que les permite a las empresas financiarse a bajo costo. A medida que el ciclo económico va madurando con el paso de los años, los bancos centrales van subiendo las tasas de interés con el objetivo de que la creación secundaria de dinero por parte de los bancos comerciales no crezca hasta un punto tal que genere inflación; esto va encareciendo el costo de capital y provoca que un número cada vez menor de proyectos de inversión sean capaces de crear valor para los accionistas⁹ de la misma manera que también va dificultando cada vez más el acceso al crédito bancario por parte de empresas ‘value’¹⁰. Este contexto perjudica directamente los fundamentos de estas empresas debido a que suele tratarse de empresas intensivas en capital (y por lo tanto, con ganancias muy volátiles), las cuales suelen caracterizarse por ser mucho más dependientes del financiamiento bancario de manera regular que del financiamiento a través del mercado de capitales. Durante la etapa madura del ciclo económico, el sentimiento inversor eventualmente se vuelve muy optimista y, por momentos, eufórico, en parte como consecuencia del ‘sesgo de anclaje’ que, según Tversky y Kahneman (1974), provoca que los inversores tiendan a utilizar su pasado reciente como referencia, cayendo en el error de creer que el futuro será meramente una continuación del pasado. Este coctel de exceso de optimismo y condiciones de financiamiento en deterioro provocan que el sector empresarial asigne recursos de manera errónea en sectores de la economía y proyectos de inversión que eventualmente no serán capaces de generar rendimientos superiores al costo de capital, destruyendo valor del accionista como consecuencia de ello. A lo anterior también se suma al hecho de que, a medida que las tasas de interés suben, las empresas de sectores ‘value’ pueden encontrarse con problemas crecientes para acceder a financiamiento bancario, no solo para financiar su crecimiento sino incluso para financiar sus operaciones actuales; esto eventualmente las obliga a cortar costos despidiendo empleados y reduciendo la producción. Al principio, este tipo de

⁹ La ‘creación de valor’ se produce cuando el rendimiento sobre el capital supera el costo del capital.

¹⁰ Generalmente pertenecientes al sector industrial, materiales, utilities, energía y consumo básico.

situaciones son meramente marginales pero, a medida que el contexto de aumento del optimismo y deterioro de las condiciones crediticias empeora, se convierten en situaciones cada vez más generalizadas hasta que eventualmente se produce un desfase tan grande entre los precios de las empresas en los mercados financieros y sus fundamentos económicos que la situación inevitablemente se revierte, dando lugar a una recesión económica y un mercado bajista. Durante este periodo, que en mercados desarrollados suele durar en promedio unos 18 meses, ocurre que los recursos que fueron mal asignados durante la etapa previa de expansión económica a sectores, industrias y proyectos de inversión a los que nunca debieron ser asignados debido a que su rendimiento sobre el capital no fue capaz de superar el costo del capital, son reasignados para dirigirse a sectores, industrias y proyectos de inversión que efectivamente sean capaces de crear valor para los accionistas (o dueños de las empresas, en caso de que estas no sean sociedades anónimas). Luego de que una cantidad significativa de recursos mal asignados haya sido correctamente reasignada, el contexto de tasas de interés fomenta el aumento de la actividad crediticia de los bancos y las empresas se hayan desprendido de deuda y recursos ineficientes en una proporción tal que se hayan tornado ‘magras’ y más eficientes a nivel agregado, están dadas las condiciones iniciales para que un nuevo ciclo de expansión económica tenga lugar. Si el marco regulatorio del país o región del mundo es muy rígido, sobre todo con respecto a los recursos humanos, la reasignación de recursos puede tornarse más lenta y la recesión puede prolongarse durante una mayor cantidad de tiempo, pero en economías muy dinámicas como la de Estados Unidos, lo habitual es que una recesión promedio dure entre uno y dos años, siendo además acompañada por un mercado bajista en las acciones que, gracias a que son ‘leading indicators’, en la gran mayoría de los casos se adelantan tanto al inicio como al final de la recesión, cayendo antes de que la recesión se manifieste e iniciando un mercado alcista antes de que la recesión termine.

Una segunda causa generadora de mercados bajistas, aunque no muy frecuente, es la producida por un evento negativo de muy alto impacto que lleve a la economía de un país o región del mundo a una recesión pero cuyo origen sea exógeno al mercado financiero. La crisis del COVID-19 fue un claro ejemplo de ello ya que la fuerte caída, mayor al 20%, que sufrieron los precios de las acciones de todo el mundo durante febrero y marzo de 2020 tuvo su origen en una causa externa a los mercados financieros y a la mala asignación de recursos en la economía pero, aun así, su efecto negativo fue tan grande que generó un breve periodo de recesión en prácticamente todos los países del mundo.

Los mercados alcistas que se producen en países desarrollados son capaces de resistir toda una miríada de obstáculos de todo tipo que pueden aparecer mientras las acciones progresan en su suba de precios. Es por esa razón que, al invertir en este tipo de países, un inversor debería tener, por defecto, una expectativa alcista sobre las acciones en todo momento, a menos que tenga una fuerte convicción para ser bajista, la cual por supuesto, debe estar fundamentada en datos que le permitan concluir que existe una razonable probabilidad de que ocurrirá un deterioro tan grande y prolongado de los fundamentos de la economía en general y las empresas en particular como para ser capaz de llevar al país a una recesión.

Es muy habitual que, durante los mercados alcistas, aparezcan temporalmente preocupaciones entre los inversores acerca de la continuidad del mismo, sobre todo en aquellos momentos en los que las malas noticias toman el protagonismo del día a día de los mercados financieros. Este tipo de situaciones es tan frecuente entre los inversores, analistas, gestores de portafolio y periodistas financieros que incluso ha sido incorporado a la jerga de Wall Street bajo el término ‘muro de la preocupación (wall of worry)’, de tal manera que, durante las correcciones de mercado, cuando el sentimiento inversor se torna muy negativo, suele decirse que ‘el sentimiento inversor debe escalar el muro de la preocupación para que el mercado alcista pueda continuar’. Este ‘muro de preocupación’ tiene, por otro lado, la característica de ser uno de los catalizadores más comunes de euforias en los mercados financieros ya que lo habitual es que estas ocurran en aquellos momentos en los que el cúmulo de preocupaciones que han perdurado durante un tiempo prolongado entre los inversores logra finalmente ser superado y no quedan ya preocupaciones significativas que mantengan contenido el sentimiento positivo de los participantes del mercado.

La historia moderna de los mercados financieros en países desarrollados ha permitido a los académicos y profesionales de la industria tener a su disposición una gran cantidad de datos de calidad, gracias a los cuales se pudieron analizar los mercados bajistas que tuvieron lugar en la segunda mitad del siglo XX y los primeros años del siglo XXI. El resultado de ello fueron una serie de reglas que sirven de guía para la detección temprana de mercados bajistas en los precios de las acciones que cotizan en mercados financieros de países desarrollados. Estas reglas no son absolutas ni infalibles debido a que los activos financieros se mueven mediante un movimiento conocido como ‘movimiento browniano geométrico’, el cual tiene las características de un proceso de Markov, lo que en resumen significa que es un movimiento que ‘carece de memoria’. Es por esa razón que estas reglas o patrones de comportamiento detectadas en mercados bajistas del pasado son principalmente una guía para la detección de mercados bajistas futuros y no una receta que hay que seguir al pie de la letra.

En concreto, se han encontrado las siguientes 4 reglas que los índices bursátiles bien contruidos (es decir, aquellos que ponderan por capitalización de mercado y no por precio) suelen cumplir frecuentemente durante mercados bajistas de acciones:

Regla del 2%: Al contrario de lo que sucede con las correcciones de mercado, cuyo inicio se manifiesta habitualmente mediante fuertes caídas de precios con alta volatilidad, eso no ocurre de la misma manera con los inicios de mercados bajistas, los cuales se caracterizan por iniciarse asiduamente con un ‘lento desangrado’.

El movimiento browniano geométrico característico de los activos financieros provoca que ni las subas ni las bajas de los mismos ocurran en línea recta sino mediante un movimiento irregular de subas y bajas intercaladas entre sí, pero de todas maneras, lo que ha logrado detectarse en los inicios de mercados bajistas (y que los diferencia de los inicios de correcciones de mercado) es que, durante toda su etapa inicial, las bajas no suelen superar el 2% promedio de caída mensual. Como resultado de eso, si el índice representativo de un mercado desarrollado inicia una fuerte baja de precios que

supera el 2% mensual, lo más probable es que se trate solo de una corrección de mercado ligada a sentimiento negativo que temporalmente se ha apoderado de los inversores.

Regla de los 2/3 y 1/3: Posiblemente lo más frustrante que tienen los mercados bajistas es que, como típicamente inician de manera muy suave, le dan a los inversores una falsa idea de seguridad que provoca que sea casi imposible detectarlos apenas comienzan.

Lo que se ha observado durante los últimos mercados bajistas experimentados en el siglo XX y el primero ocurrido en el siglo XXI es que, durante los primeros 2/3 de su duración total, suele producirse menos de la mitad del movimiento total de baja mientras que, durante el último tercio de la duración total del mercado bajista, el movimiento de baja se acelera retroalimentando de tal manera el sentimiento negativo de los inversores que sobreviene el pánico y el índice termina realizando más de la mitad del movimiento de baja durante ese tramo final.

Este tipo de comportamiento observado en mercados bajistas implica que los inversores generalmente tienen tiempo suficiente durante la primera parte de la baja de precios para analizar y evaluar los fundamentos de las empresas y la macroeconomía del país o región con el objetivo de decidir el curso de acción que desean seguir antes de que la peor parte del mercado bajista tenga lugar.

Regla de los 3 meses: La unión de la regla anterior con las características de las correcciones de mercado (descriptas anteriormente) provoca que sea necesario esperar por lo menos tres meses luego de que el índice de un mercado haya marcado su último récord histórico para contar con la mínima información necesaria para detectar si se ha iniciado allí un mercado bajista.

Esta regla le dice al inversor que no pierda el tiempo intentando adivinar cuándo será el inicio del próximo mercado bajista para lograr anticiparse al mismo debido a que eso es algo casi imposible de lograr y, prueba de ello, es el hecho de que todas las personas que, a lo largo de la historia, han logrado predecir con éxito un mercado bajista, han sido luego incapaces de repetir esa hazaña con el siguiente. Aun así, existe la posibilidad de detectarlos cuando hace poco tiempo que están vigentes y, más aún, si se toma en cuenta la regla anterior, también es posible concluir que, incluso si un inversor logra detectar que se encuentra vigente un mercado bajista cuando este ya lleva una vigencia acumulada de entre 4 a 8 meses, de todas maneras será capaz de tomar decisiones defensivas en un momento en el que sus acciones, en promedio, todavía no han caído mucho desde los últimos récords marcados.

En base a esta regla y, teniendo en cuenta que las correcciones de mercado en países desarrollados suelen durar normalmente entre 1 y 3 meses desde máximo a mínimo, existe una probabilidad razonable de que el índice esté indicando que se ha iniciado un mercado bajista si luego de pasados 3 meses desde su último récord histórico continúa cayendo y marcando nuevos mínimos mes tras mes. Por ejemplo, si al cuarto mes posterior a su último récord histórico el índice representativo de las acciones de un mercado desarrollado marca un nuevo mínimo, al quinto mes se recupera un poco

y al sexto mes marca un nuevo mínimo inferior al del cuarto mes, el inversor ya cuenta con información suficiente como para evaluar la macroeconomía del país, la política y los fundamentos de las empresas (aunque lo ideal sería que comience a hacerlo al cuarto mes) y así determinar si efectivamente hay un deterioro perdurable en los drivers de la política, la economía y las empresas que justifiquen la toma de decisiones defensivas con el objetivo de salir de un mercado que aparenta haberse vuelto bajista.

Esta regla provee al inversor de una ventana temporal de al menos tres meses desde que el índice de un mercado desarrollado ha marcado su último récord histórico para que este evalúe la forma que está teniendo la baja de precios (y así verificar si se trata o no de una mera corrección de mercado), los tres drivers de alto nivel y los fundamentos de aquellos sectores, industrias y empresas que forman parte de su portafolio de inversión para que, de esa manera, pueda tomar decisiones defensivas lo antes posible, evitando al mismo tiempo caer en la trampa de salirse demasiado temprano de un mercado alcista que continúa vigente solo por el hecho de haber confundido una corrección de mercado con el inicio de un mercado bajista.

Regla de los 18 meses: Mientras que la duración de los mercados alcistas en países desarrollados tiene una dispersión bastante alta, no ocurre lo mismo con la duración de los mercados bajistas los cuales, en los Estados Unidos post segunda guerra mundial, han tenido una duración promedio de 16 meses, con muy pocos de ellos durando dos años o más.

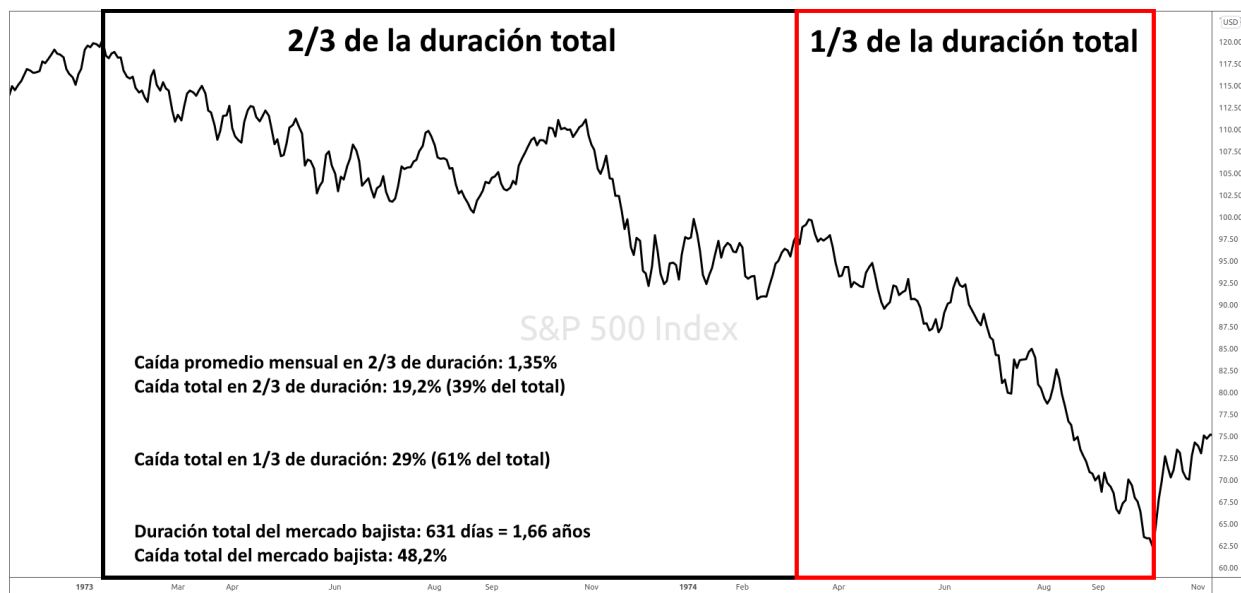
Máximo	Mínimo	Duración (en meses)
29-May-46	13-Jun-49	36
2-Aug-56	22-Oct-57	15
12-Dec-61	26-Jun-62	6
9-Feb-66	7-Oct-66	8
29-Nov-68	26-May-70	18
11-Jan-73	3-Oct-74	21
28-Nov-80	12-Aug-82	20
25-Aug-87	4-Dec-87	3
16-Jul-90	11-Oct-90	3
24-Mar-00	9-Oct-02	30
9-Oct-07	9-Mar-09	17
Promedio de duración de un mercado bajista en S&P 500:		16
Mediana de duración de un mercado bajista en S&P 500:		17

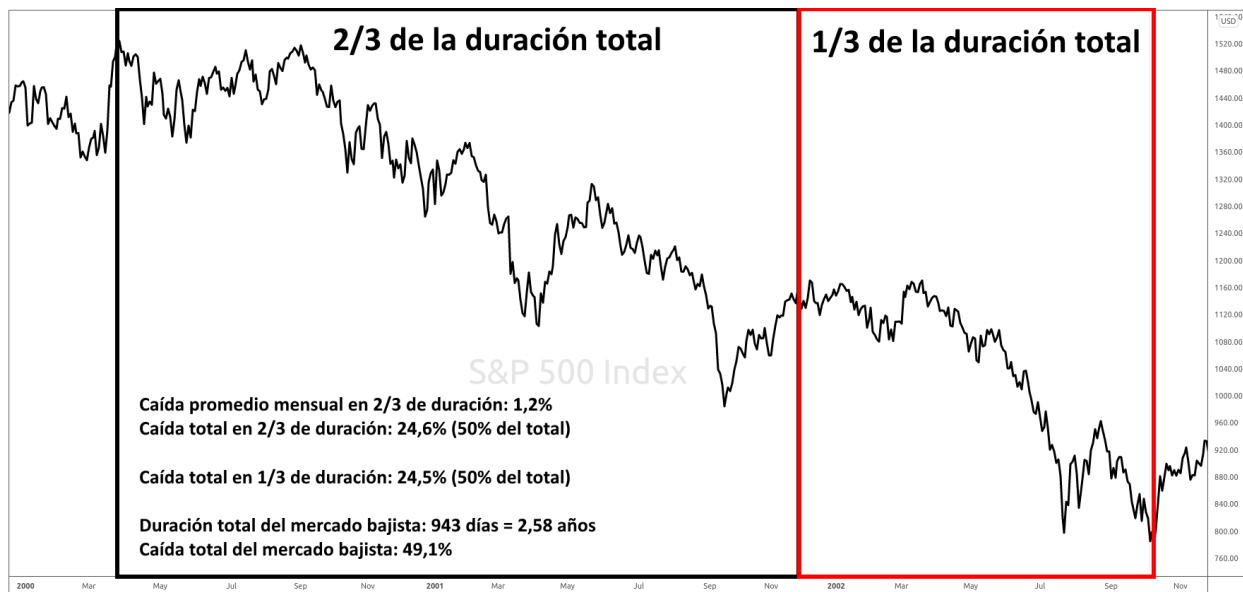
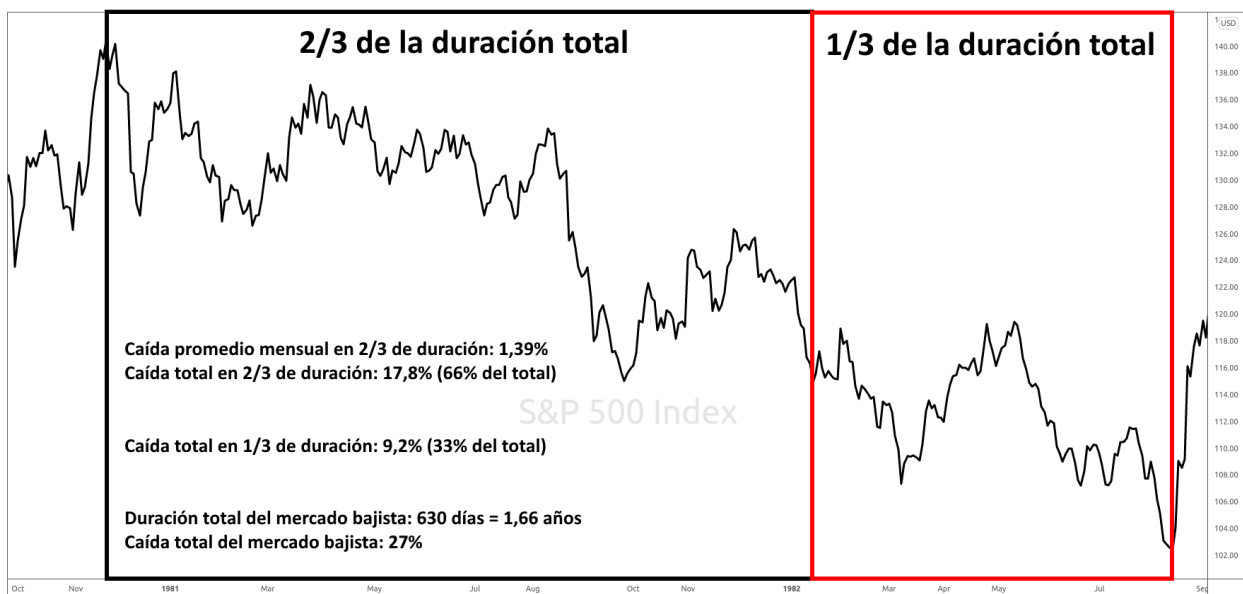
Fuente: FactSet, Global Financial Data.

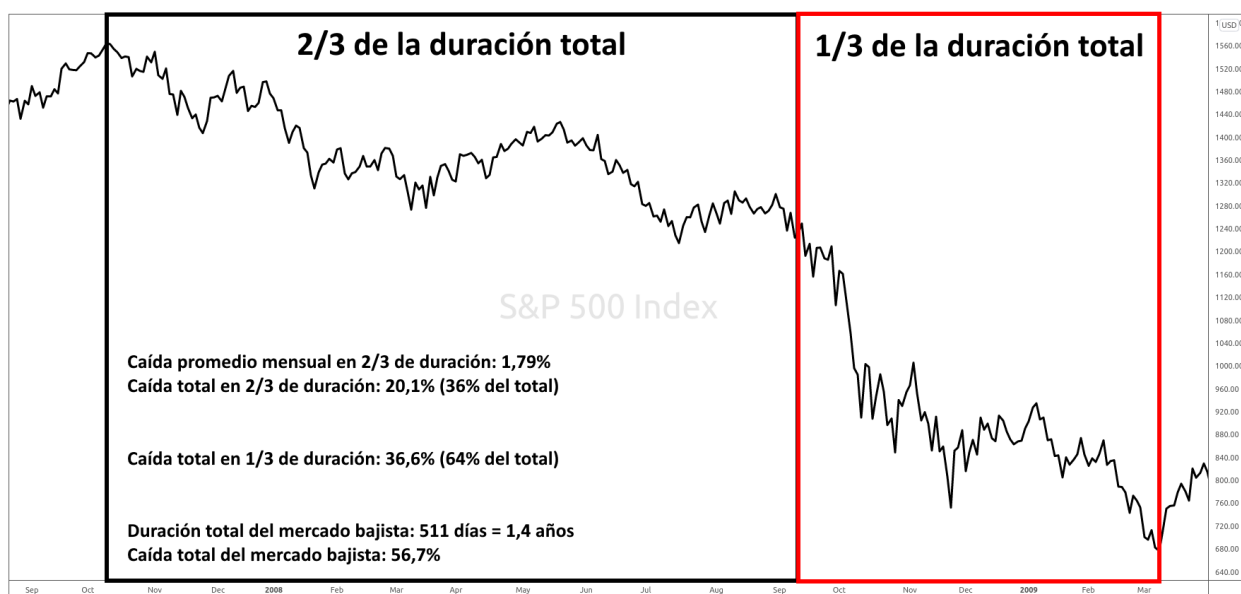
En base a lo que muestra la historia de los mercados bajistas en EEUU, sería sensato que un inversor que ha detectado un mercado bajista y está esperando a que este finalice para volver a invertir en acciones, comience a evaluar seriamente la posibilidad de invertir cuando el mercado bajista se está

acercando a los 18 meses de duración ya que los datos históricos muestran que, para ese momento, las probabilidades de que se encuentre cerca de su finalización son bastante altas. Esto por supuesto no exime al inversor de tener que desarrollar todos los pasos del método Top-Down, analizando los drivers de alto nivel, sectores, industrias y empresas pero le brinda un marco temporal que le permite saber en qué momento es más probable que el mercado bajista continúe y en cuáles es más probable que esté cerca de su finalización para que, de esa manera, cuando detecte que un mercado bajista está por finalizar, realice de manera anticipada todo el análisis necesario para el armado o rebalanceo de su portafolio y pueda así capturar, en todo lo posible, los rendimientos ofrecidos por las acciones durante la etapa inicial del próximo mercado alcista, los cuales por cierto suelen ser muy altos gracias a que los comienzos de mercados alcistas son generalmente muy acelerados.

En los gráficos que se encuentran a continuación pueden observarse cuatro mercados bajistas experimentados por el índice S&P500 y cómo fueron cumpliéndose en ellos todas o la mayoría de las reglas anteriormente descriptas:







Fuente: Elaboración propia.

¿Qué es lo más adecuado que puede hacer un inversor que ha quedado ‘atrapado’ en un mercado bajista?: En primer lugar, no entrar en pánico ni tomar decisiones impulsivas. Las decisiones emocionales suelen ir en contra de los objetivos de creación de riqueza a largo plazo por lo que, actuar impulsivamente al detectar un mercado bajista podría provocar que eventualmente un inversor no sea capaz de obtener los rendimientos que necesita para cumplir sus objetivos de inversión.

Si la detección del mercado bajista se produce cuando este ya se encuentra cerca de su tiempo promedio de finalización (por ejemplo, si se detecta un año después de que se ha iniciado), liquidar todo el portafolio de inversión y quedarse esperando la finalización del mercado bajista invertido en bonos o con el dinero inmóvil en la cuenta puede que sea beneficioso pero a la vez riesgoso e innecesario si la persona tiene objetivos de inversión que requieren de rendimientos del estilo de los que brindan las acciones a largo plazo, además de no necesitar ese dinero en un futuro inmediato. Si para cumplir sus objetivos de inversión una persona necesita que sus inversiones obtengan rendimientos que se encuentran dentro del promedio de rendimientos que han ofrecido las acciones a lo largo de las últimas décadas, es necesario tener en cuenta que ese cálculo de promedios históricos se realizó teniendo en cuenta no solo los mercados alcistas experimentados por las acciones a lo largo de ese periodo sino que también incluyó sus mercados bajistas por lo que, incluso si la persona decide no liquidar su portafolio de acciones durante un mercado bajista para así tampoco asumir el riesgo de ingresar demasiado tarde al próximo mercado alcista, debería de todas maneras ser capaz de cumplir sus objetivos de inversión de largo plazo si los rendimientos futuros obtenidos por las acciones son similares a los que obtuvieron, en promedio, a lo largo de las últimas décadas.

Ver que el dinero que han ahorrado diligentemente y con esfuerzo está invertido en activos que caen de precio mes tras mes es muy doloroso para los inversores, de eso no hay dudas. Las finanzas del comportamiento han documentado extensamente el hecho de que a los seres humanos nos duelen muchos más las pérdidas de lo que nos alegran unas ganancias proporcionalmente iguales. Puesto en un ejemplo, esta rama de las finanzas (concretamente la teoría prospectiva de Kahneman y Tversky) afirma que perder u\$s 1.000 en una inversión le duele a un inversor más del doble de la alegría que le genera ganar u\$s 1.000 en una inversión de igual riesgo y, teniendo en cuenta que durante el último tercio de duración de un mercado bajista las caídas de precios llegan a ser muy fuertes (tal como muestran los gráficos anteriores), eso genera una espiral descendente que se va retroalimentando de caídas de precios que generan preocupación, decepción y frustración que provocan a su vez mayores caídas de precios que fomentan miedos crecientes que motivan mayores caídas que eventualmente terminan provocando pánico y desesperación entre los inversores durante la última etapa de la baja. En medio de ese contexto, hasta los mejores y más experimentados inversores son proclives a tomar decisiones precipitadas y cometer errores.

Si es necesario que el inversor tenga acciones en su portafolio para que sus rendimientos a largo plazo le permitan alcanzar sus objetivos de inversión, uno de los peores errores que puede cometer es no estar invertido en acciones durante la mayor parte de un mercado alcista, lo cual implica no solo tolerar las bajas de precios temporales provocadas por las correcciones de mercado sino también, en el peor de los casos, tener que tolerar un mercado bajista que no ha podido ser detectado a tiempo. Esto es así porque, si se intenta abandonar un mercado bajista cuando las reglas muestran que podría estar cerca de su finalización, eso podría provocar que, como resultado de los sesgos cognitivos que acentúan el dolor provocado por tener que aceptar pérdidas de dinero sumados a lo imprevistos que suelen ser los inicios de los mercados alcistas, en medio de un fuerte sentimiento negativo, el inversor termine tardando mucho en ingresar al nuevo mercado alcista y asuma así un gran costo de oportunidad perdida como consecuencia de ello, el cual además puede provocar que no termine siendo capaz de lograr obtener en el futuro los rendimientos que necesita para alcanzar sus objetivos de inversión.

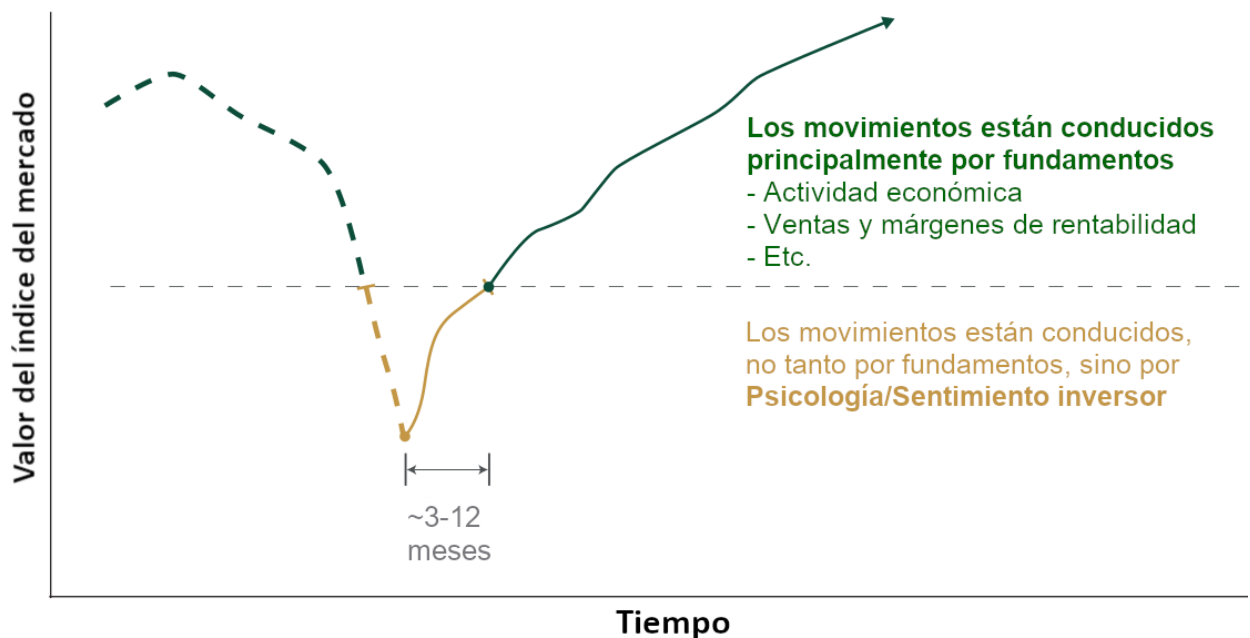
A pesar de que, intuitivamente, los inversores creen que lo peor que puede pasarles a los activos financieros que integran su portafolio es quedar atrapados en un mercado bajista, existe un riesgo igual de grave pero subestimado que consiste en no participar con sus activos financieros de un mercado alcista durante la mayor parte del tiempo que este dure, ya sea por un tardío ingreso en el mismo o por una salida demasiado precipitada.

No hay mucha diferencia entre los rendimientos de largo plazo que pueden obtenerse si un inversor invierte en acciones cuando el mercado bajista está cerca de finalizar y cuando el mercado alcista hace poco tiempo que comenzó. Como resultado de eso, los inversores no deberían preocuparse por intentar invertir en acciones justo en el momento exacto en que el mercado bajista está finalizando porque:

1. El market timing no existe, como demostró Antooms (2016), y por esa razón es que intentar comprar acciones justo en el momento final de un mercado bajista es una cuestión de suerte más que de habilidades (lo mismo sucede con el intento de venderlas justo en el máximo del mercado alcista).
2. A largo plazo no hay una diferencia significativa en el rendimiento final que terminarán obteniendo las inversiones, ya sea que haya comprado poco antes del final de mercado bajista o poco después del inicio del mercado alcista.

Aunque parezca contraintuitivo lo cierto es que los mercados bajistas habitualmente terminan cuando los inversores, en general, han perdido toda esperanza. Esto sucede porque, como consecuencia de las fuertes bajas que caracterizan a los finales de mercados bajistas, las expectativas de los inversores quedan reducidas a su mínima expresión y, como resultado de eso, incluso el más pequeño dato positivo que surja de alguno de los drivers de alto nivel puede sorprender al mercado para bien y ser el catalizador inicial de una suba de precios en las acciones que luego, a medida que se vayan sumando más sorpresas positivas, puede terminar eventualmente convirtiéndose en un nuevo mercado alcista. Por más dolorosas que sean las bajas que caracterizan a los finales de mercados bajistas (las cuales pueden terminar también siendo sufridas por aquellos inversores que han vuelto a invertir en acciones antes de que el mercado bajista finalmente termine), eso no quita el hecho de que puede ser igual de doloroso, en términos de costo de oportunidad, perderse el inicio del nuevo mercado alcista debido a que las grandes subas aceleradas que caracterizan a los inicios de este tipo de mercados no solo son capaces de neutralizar prontamente las caídas experimentadas durante la etapa final del mercado bajista anterior sino que además, si el inversor logra participar en ellas desde una etapa temprana, son capaces de contribuir significativamente al rendimiento final que terminará teniendo el portafolio, siempre y cuando el inversor se mantenga invertido en acciones durante la mayor parte del tiempo que el mercado alcista esté vigente.

Una visualización hipotética del proceso de transición que habitualmente suele producirse entre un mercado bajista y uno alcista puede verse en el gráfico que se encuentra a continuación:



Fuente: Elaboración propia.

Es muy difícil evitar el contagio del miedo cuando este es omnipresente entre la mayoría de los inversores y los medios de comunicación dedicados a las finanzas así que, por esa razón es que, antes de tomar cualquier decisión que sea significativa para el portafolio de inversión, es muy importante que el inversor se pregunte si está tomando esa decisión como consecuencia del miedo que siente de sufrir pérdidas futuras o si lo hace debido a que ha analizado los drivers de alto nivel y los fundamentos de las empresas que tiene en el portafolio y ha concluido que continuarán deteriorándose de manera significativa durante un tiempo prolongado. El miedo jamás debe ser la principal razón detrás de una decisión de inversión.

¿Cómo detectar burbujas financieras?

En base a lo expuesto por Farhi y Panageas (2005), que fue posteriormente ampliado por Scherbina y Schlusche (2014), las burbujas económicas o financieras son capaces de generar sobre-inversión, sobre-empleo y sobre-construcción, lo que eventualmente termina generando ineficiencias, tanto para las empresas en particular como para la sociedad en general. Dicho de otra manera, las burbujas desperdician recursos, como lo han demostrado las casas y edificios a medio construir a lo largo de países europeos como España y en países como China donde se ofrecen departamentos a estrenar que nadie demanda debido a que en realidad, nunca debieron haberse construido si las señales de oferta y demanda no hubieran estado distorsionadas por una situación monetaria y crediticia que se encontraba artificialmente fuera del equilibrio y que, cuando se corrigió, dejó al descubierto las ineficiencias que se habían producido durante la etapa de la burbuja.

Otras ineficiencias habituales en contextos de burbuja son las que se producen en el mercado del empleo, con personas que son empleadas o reentrenadas para trabajar en empresas cuya industria está en auge y con grandes perspectivas de expansión, las cuales posteriormente se revelan como carentes de fundamentos. Luego de la explosión de la burbuja, esas personas quedan desempleadas y por lo tanto, una parte del dinero y tiempo que se invirtió para entrenarlas se considerada desperdiciada. Luego de que la burbuja inmobiliaria explotara en 2007, muchas personas que se habían capacitado para ser arquitectos, desarrolladores inmobiliarios, constructores o profesionales independientes cuyos servicios estaban directamente ligados al rubro inmobiliario (como plomeros, gasistas y electricistas) se encontraron desempleados, trabajando en otra industria o repensando sus carreras profesionales.

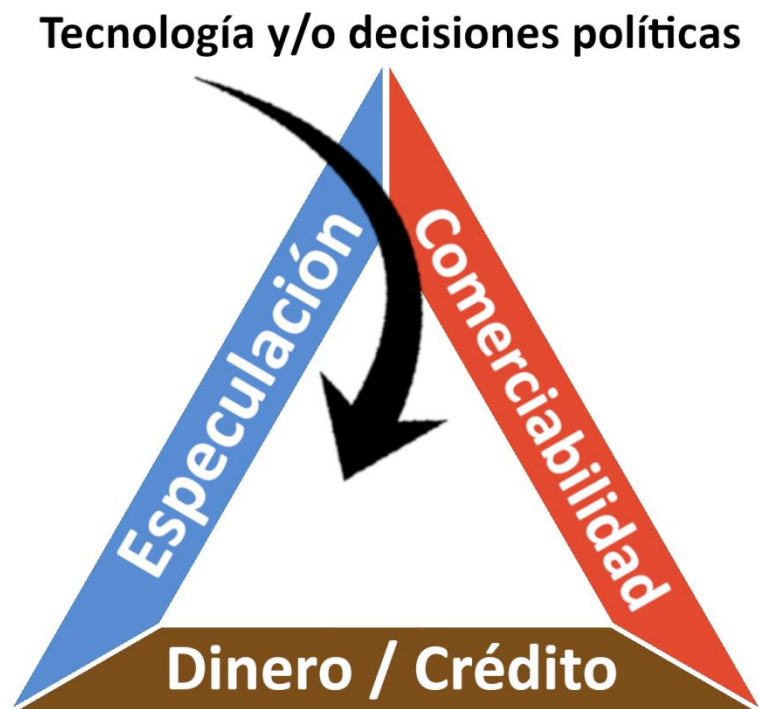
El más grave de los efectos económicos ocasionados por la explosión de una burbuja es la disminución del valor de los activos que se han puesto como colateral (garantía) para respaldar créditos bancarios debido a que esto, sumado a la incapacidad que tienen los inversores que quedaron atrapados en la burbuja para repagar sus préstamos, puede terminar generando una crisis financiera que se sumará a la ya provocada por la burbuja que explotó. El colapso de los precios inmobiliarios en 2007, por ejemplo, fue seguido por una crisis financiera global que provocó el colapso de bancos en EEUU y toda Europa, la cual a su vez generó un daño profundo y duradero en la economía de prácticamente todo el planeta que no diferenció entre tipos de activos financieros, sus países de origen, sus sectores e industrias.

Aun así, no todas las burbujas son tan destructivas como la que generó la crisis financiera de 2008 e incluso algunas de ellas pueden hasta tener efectos positivos. Según lo que afirma Eatwell (2004), existen al menos tres maneras en las que las burbujas pueden ser útiles:

1. Pueden facilitar la innovación y fomentar que las personas se vuelvan emprendedoras, sembrando así las semillas de un crecimiento económico futuro.
2. Las nuevas tecnologías desarrolladas por las empresas que fueron el epicentro de la burbuja pueden estimular futuras innovaciones e incluso las propias empresas que desarrollaron esas tecnologías durante la burbuja pueden migrar hacia otras industrias e implementarlas allí.
3. Pueden proveer capital para proyectos tecnológicos que no hubieran sido capaces de obtener el financiamiento necesario para su desarrollo en un mercado completamente eficiente.

El concepto de ‘burbuja’ y las crisis posteriores que su explosión genera son algo tan complejo que incluso la propia definición de lo que se considera ‘burbuja’ está sujeta a todo tipo de interpretaciones diversas pero, una de las más acertadas, es la brindada por Aliber y Kindleberger (2011) quienes describen a una burbuja como ‘un movimiento alcista de un precio que se extiende a lo largo de un amplio rango pero que posteriormente implosiona’; en otras palabras, una burbuja es la suba acelerada del precio de un activo durante un periodo de tiempo, luego del cual, sobreviene una acelerada caída del mismo. Nótese que esta definición no hace ninguna alusión a los fundamentos del activo subyacente sino solamente su precio, lo cual es realmente algo conveniente porque, siendo los fundamentos de un activo en muchos casos el resultado de la valoración subjetiva

del mismo, incluirlos en la definición de ‘burbuja’ podría llevar a discusiones interminables con respecto a la determinación de si un hecho pasado fue efectivamente una burbuja o no pero, de la misma manera, esa definición provoca que una burbuja solo pueda ser etiquetada como tal a posteriori de haber ocurrido, cuando ya el precio desarrolló su etapa bajista. Aun así, esto último no significa que las burbujas sean un fenómeno completamente impredecible y azaroso, imposible de anticipar ya que, de hecho, existe una herramienta para detectarlas cuando todavía se están formando y es el denominado ‘triángulo de la burbuja’ desarrollado por Quinn y Turner (2020):



Fuente: Elaboración propia en base a Quinn y Turner (2020).

La razón por la que utilizaron esa figura fue porque, metafóricamente, consideran a las burbujas financieras como algo semejante al fuego, es decir, como un fenómeno tangible, destructivo, auto-perpetuado y difícil de controlar una vez iniciado, aunque también con la capacidad de generar efectos positivos de renovación en determinados contextos. Continuando con esa metáfora, la formación del fuego puede ser explicada en términos simples utilizando ‘el triángulo del fuego’, que consiste en oxígeno, combustible y calor, lo cual quiere decir que, habiéndose acumulado una cantidad suficiente de esos tres elementos, solo se necesita una chispa para que el fuego se inicie y, de la misma manera, una vez iniciado, puede ser extinguido removiendo alguno de ellos.

A modo de analogía con el triángulo del fuego, el triángulo de la burbuja afirma que estas también necesitan de tres componentes y de una ‘chispa’ para poder formarse. El primero de los componentes, el ‘oxígeno’ de la etapa de auge es la ‘comerciabilidad’, es decir, la facilidad con la que el activo puede ser comprado y vendido en el mercado. El estado de este componente está

compuesto por varios factores, siendo uno de los más importantes la legalidad del activo financiero ya que las regulaciones o la prohibición de comercializar un determinado activo en un mercado provocan que su compra-venta sea más dificultosa y eso impide que una gran cantidad de personas y empresas pueda acceder a él, dificultando así la formación de una burbuja.

Otro factor que afecta a la comercialización de un activo es su divisibilidad ya que, cuanto más viable sea la negociación del activo en partes pequeñas, mayor será su facilidad para ser comercializado y para que los participantes del mercado puedan acceder a él. Las empresas que cotizan en mercados financieros, por ejemplo, son mucho más fáciles de negociar que los bienes inmuebles debido a que las empresas son negociadas mediante la compra y venta de sus acciones en el mercado, las cuales en definitiva, son pequeñas partes de las mismas. Un hecho que puede predisponer la creación de burbujas en una industria es el surgimiento de una innovación financiera que hace que activos que antes eran indivisibles, como por ejemplo los préstamos hipotecarios, adquieran la característica de ser divisibles y más fácilmente comerciables en el mercado, por ejemplo a través de títulos de deuda respaldados por hipotecas (los cuales estuvieron en el epicentro de la crisis financiera de 2008).

Un tercer factor importante que afecta a la comerciabilidad de un activo es su liquidez, es decir la facilidad o dificultad que existe para encontrar un comprador o vendedor del mismo ya que las burbujas a menudo ocurren luego de que se incremente la cantidad de participantes que negocian un activo en el mercado.

Al igual que sucede con el oxígeno, la comerciabilidad de los activos está siempre presente en mayor o menor medida debido a que es esencial para que una economía pueda funcionar; sin embargo, de la misma manera que es peligroso que haya tanques de oxígeno cerca del fuego, existen ocasiones en las que los incrementos en la facilidad para comercializar un activo pueden tornarse peligrosos al generar las condiciones para que se forme en él una burbuja.

El equivalente al ‘combustible’ para una burbuja está compuesto por el dinero y el crédito ya que una burbuja solo puede formarse cuando los participantes del mercado tienen suficiente dinero disponible para invertir en el activo y, por lo tanto, es más probable que se forme una burbuja cuanto más dinero y crédito abundante haya en la economía.

Bajas tasas de interés y condiciones crediticias laxas estimulan el crecimiento de burbujas de dos maneras:

1. Facilita que los activos puedan ser adquiridos utilizando dinero proveniente del crédito, lo cual aumenta la presión compradora y aumenta sus precios. Cuanto más se expande el crédito bancario y cuanto más sencillo es acceder a él, mayor es la cantidad de dinero que podría destinarse a comprar el activo en el que se está formando una burbuja y, por lo tanto, mayor es el precio que podría llegar a alcanzar. En el momento en que los inversores comienzan a vender sus activos con el objetivo de repagar sus préstamos, el precio de dichos

activos comienza a caer generando un efecto dominó que podría llegar a hacerlo colapsar; de esta manera es como las burbujas generadas en un sector de la economía se conectan directamente con las crisis bancarias, las cuales a su vez son capaces de propagar los daños hasta afectar negativamente a todo el resto de la economía, tal como lo explican Allen y Gale (2000).

2. Las bajas tasas de interés en activos tradicionalmente considerados como ‘libres de riesgo’ (por ejemplo: bonos del tesoro y cajas de ahorro bancarias) incentivan a los inversores a ‘buscar más tasa’, viéndose obligados a invertir en activos más riesgosos. Como resultado de eso, se genera un flujo de dinero hacia activos que conllevan riesgo, en los cuales es mucho más probable que pueda generarse una burbuja.

El tercer componente de una burbuja, equivalente al ‘calor’, es la especulación, la cual puede definirse como la compra (venta) de un activo con la sola motivación de ser capaz de venderlo (recomprarlo) posteriormente a un precio mayor (menor) al inicial y así obtener una ganancia de capital. La especulación financiera siempre está presente, en mayor o menor medida, al invertir ya que en los mercados de cualquier tipo de activo financiero siempre existen inversores (aunque en este caso serían llamados ‘especuladores’) que negocian los activos con el único objetivo de aprovechar un movimiento de corto plazo del precio para hacerse de una ganancia. Esto no es necesariamente algo malo para el activo financiero debido a que este tipo de participantes del mercado ayudan a darles liquidez a los activos financieros y, mediante su accionar, colaboran también con el proceso de descubrimiento de los precios correctos de los activos financieros. El problema surge cuando, durante el proceso de formación de una burbuja, un gran número de inversores inexpertos se convierten en especuladores, haciendo trading simplemente en base al ‘momentum’ del activo financiero, comprando cuando los precios están subiendo y vendiendo cuando los precios están bajando.

De la misma manera que el fuego produce su propio calor una vez iniciado, las inversiones especulativas, por su propia naturaleza, tienen la capacidad de perpetuarse a sí mismas debido a que, como los ‘especuladores tempranos’ logran obtener grandes ganancias, eso atrae una mayor cantidad de dinero especulativo, lo cual a su vez provoca mayores subas en el precio del activo y mayores rendimientos adicionales para los especuladores. La cantidad de especulación requerida para comenzar ese proceso es tan solo una fracción de la que tiene lugar cuando el precio del activo alcanza el máximo antes de la explosión de la burbuja; de esto puede concluirse que, a medida que la burbuja va creciendo, es necesaria una cantidad cada vez mayor de especulación para que la misma continúe en crecimiento ya que, de lo contrario, en el momento en que la especulación comienza a bajar, la probabilidad de que la burbuja finalmente termine explotando es cada vez mayor.

El último componente que se necesita para iniciar una burbuja es una ‘chispa’ y es el más difícil de lograr identificar, a punto tal que incluso el premio Nobel Vernon Smith afirma en Gjerstad y Smith (2009) que ‘las chispas que inician las burbujas continúan siendo un misterio’. Aun así, el estudio de

las múltiples burbujas que han ocurrido a lo largo de la historia ha permitido reducir las chispas iniciadoras de burbujas a principalmente dos fuentes: innovaciones tecnológicas o políticas de gobierno.

Las innovaciones tecnológicas pueden iniciar una burbuja al provocar que las empresas que desarrollan y/o utilizan estas nuevas tecnologías obtengan ganancias anormalmente altas generando, a su vez, rendimientos muy altos en la cotización de sus acciones. Estos altos rendimientos crean incentivos lo suficientemente altos como para atraer la atención de ‘momentum traders’ y especuladores; es decir, de aquellos que compran las acciones de la empresa solo porque su precio está subiendo. Esto a su vez, incentiva a empresas que utilizan las nuevas tecnologías o están involucradas en su desarrollo a realizar rondas de financiamiento para buscar capital de riesgo o directamente volverse una empresa pública listando sus acciones en algún mercado de capitales para así aprovechar las altas valuaciones que los inversores les están otorgando.

A pesar de que las valuaciones puedan parecer irracionalmente altas a los ojos de inversores experimentados, lo cierto es que estas pueden persistir así durante un tiempo prolongado por dos razones:

1. La tecnología es nueva así que el impacto económico que eventualmente tendrá es altamente incierto, lo cual provoca que se tengan que realizar las valuaciones de las empresas disponiendo de información más limitada que cuando se trata de tecnologías conocidas.
2. La excitación y el entusiasmo que rodea a la tecnología le genera altos niveles de exposición en diferentes medios de comunicación, lo cual atrae la atención de inversores adicionales de todo tipo, con diferentes niveles de conocimiento, desde novatos a profesionales y con diferentes perfiles de riesgo, desde conservadores hasta especuladores. Esto es habitualmente acompañado por el surgimiento de la narrativa de una ‘nueva era’ según la cual, lo disruptiva que es esa nueva tecnología, provoca que las metodologías tradicionales de valuación de empresas hayan quedado obsoletas, justificando así lo altos que están los precios.

A la segunda fuente de ‘chispas’ iniciadoras de burbujas la proveen las políticas gubernamentales capaces de provocar aumentos de precios en activos de diferentes tipos, según lo que afirman Thompson y Hickson (2006). En algunos casos, pueden tratarse de burbujas creadas deliberadamente por los gobernantes persiguiendo algún objetivo particular, ya sea el de perjudicar a un grupo de opositores o el de enriquecer a propios y aliados pero, en otros casos, puede tratarse simplemente de errores cometidos que generaron una situación de bonanza artificial que llevó el precio de determinados activos fuera del equilibrio y fomentó la sobre-inversión.

Así como los gobiernos pueden crear la chispa que inicie una burbuja mediante la toma de decisiones políticas, es también posible que tomen decisiones que afecten a uno o más de los lados del triángulo de la burbuja. Por ejemplo: los gobiernos pueden bajar las tasas de interés o incrementar la oferta monetaria, fomentando de esa manera que el público tenga dinero suficiente como para invertir en activos cuyos precios están en situación de burbuja. Por otro lado, también

pueden fomentar desregulaciones financieras, permitiendo a los bancos prestar más dinero siendo menos rigurosos con los requisitos para acceder a créditos e incrementando de esa manera la cantidad de apalancamiento disponible en la economía. Esto último puede permitir que más inversores participen en la burbuja mediante el apalancamiento financiero, alentándolos a incrementar los niveles de especulación. La desregulación financiera también puede fomentar la formación de burbujas al incrementar la facilidad con la que un activo puede comprarse y venderse en el mercado (es decir, su comerciabilidad).

¿Cuáles son las causas de que las burbujas eventualmente terminen? Una de las razones más comunes es que se quedan sin ‘combustible’ ya que la cantidad de dinero y crédito que pueden ser invertidos en el activo cuyo precio está en situación de burbuja es limitada y, por lo tanto, un incremento en la tasa de interés o una política monetaria más restrictiva del banco central pueden provocar que la cantidad de crédito disponible disminuya. Esto tiene como consecuencia un incremento en la dificultad para acceder a dinero proveniente del crédito por parte de los especuladores que lo utilizan para invertir en el activo burbujeante, la cual puede a su vez desencadenar ventas masivas del activo a medida que los inversores buscan desapalancarse. Dicho de otra manera, el endurecimiento de las condiciones crediticias puede provocar que les resulte imposible a quienes han invertido en el activo burbujeante con dinero prestado poder extender la duración de sus préstamos, obligándolos de esa manera a tener que venderlo.

A pesar de que sea una verdad de Perogrullo, no está de más recordar también que la cantidad de especuladores es finita y que eventualmente llega a su límite, sin olvidar además que, como los especuladores solo están interesados en invertir en un movimiento del precio para obtener una ganancia de corto plazo y no en un activo financiero para obtener una ganancia de largo plazo, siempre está latente la posibilidad de que se asusten y cierren su posición en el momento en que aparezca nueva información que cambie sus expectativas con respecto a los precios futuros del activo. Por ejemplo: una burbuja podría explotar en respuesta a noticias que sugieren que las futuras ganancias de una empresa que es epicentro de una burbuja serán más bajas de lo esperado ya que, como los especuladores compran el activo simplemente porque su precio está subiendo, incluso un pequeño dato negativo puede reducir dramáticamente su atractivo para ellos, generando de esa manera una reversión en su ‘momentum’ que lo torne bajista y motive a traders y especuladores a vender sus activos como consecuencia de que cambiaron sus expectativas futuras y que ahora sus precios están cayendo. Este tipo de comportamiento tiene mucho de ‘profecía que se refuerza a sí misma’ debido a que las caídas fortalecen el momentum negativo del activo, lo cual lleva a los traders a creer que los precios continuarán cayendo y eso los motiva a vender para cerrar posiciones provocando que los precios caigan aún más como efectivamente se temía.

¿Por qué ocurre que los efectos de algunas burbujas se propagan al resto de la economía mientras que los daños provocados por otras burbujas permanecen concentrados en el activo que las inició, sin generar daños significativos en el resto de la macroeconomía? La respuesta a esta pregunta se encuentra en el análisis de dos importantes variables: el tamaño de la burbuja y la centralidad que

tiene el activo objeto de la burbuja dentro del total de la economía. Las burbujas más dañinas son aquellas en las que se invierte una gran cantidad de dinero en un activo que está profundamente integrado con el resto de la economía. La forma de ‘integración’ más común para que el daño se propague al resto de la economía es mediante el sistema bancario. Continuando con la analogía entre las burbujas y el fuego, los bancos son como una plataforma petrolífera en el medio de una gran ciudad. Cuando los bancos entran en problemas financieros, ya sea porque el propio banco o sus clientes tienen entre sus tenencias una gran cantidad de activos en situación de burbuja, esto puede iniciar una reacción en cadena de quiebras e impagos de obligaciones que eventualmente destruya empresas, empleos y patrimonios. En el peor de los escenarios, el colapso de un gran banco precipita problemas financieros en otros que pueden a su vez terminar colapsando y generando efectos devastadores en las finanzas de sus empresas clientes que eventualmente terminan propagando el daño a sus socios, proveedores, clientes y, en definitiva, al resto de la macroeconomía. Debido a que los bancos ofrecen servicios a clientes de diferentes tipos, algunos de ellos muy diferentes entre sí, eso provoca que, al propagarse los efectos de la burbuja a través de los bancos, se abra la posibilidad de que terminen siendo afectadas personas y empresas que no tienen ninguna relación de ningún tipo con el activo o la industria en la cual se generó la burbuja. La exposición de los bancos a un colapso de su hoja de activos como resultado de la explosión de una burbuja puede, por lo tanto, causar que una crisis originada en un activo financiero o una industria específica termine provocando una recesión o depresión económica a gran escala.

En resumen, el triángulo de la burbuja describe las condiciones necesarias (dinero/crédito, comerciabilidad y especulación) que deben reunirse para que se forme una burbuja en base a una tecnología o política implementada por un gobierno. Es un poderoso marco teórico que permite entender por qué las burbujas ocurren así como también permite analizar su nivel de gravedad, capacidad de propagación y posibles efectos positivos. Gracias a que describe las circunstancias en las que es más probable que una burbuja se forme es también una herramienta muy útil para intentar predecir burbujas; sin embargo, debido a que varios de los elementos constituyentes del triángulo son cualitativos y no es posible reducirlos a métricas cuantitativas, la aplicación de este marco teórico requiere siempre, a la hora de elaborar las conclusiones, del juicio propio de quien lo aplica.

La explicación más recurrente sobre aquello que, en última instancia, está detrás de las causas de formación de burbujas es la irracionalidad de quienes participan en ella. Shiller (2005) y otros economistas como Barberis, Andrei y Robert (1998) argumentan que las burbujas pueden ser satisfactoriamente explicadas por la ‘economía del comportamiento’ ya que, según ellos, son los fallos cognitivos y sesgos psicológicos de las personas los que causan que los precios aumenten muy por encima de lo que realmente vale el activo en base a sus fundamentos. Por ejemplo: un grupo de participantes que están contribuyendo a la formación de una burbuja puede estar sufriendo del sesgo de exceso de confianza en el que sobreestiman el rendimiento futuro que puede tener el precio de las acciones de una empresa o cualquier otro tipo de activo financiero. De la misma manera, también pueden estar sufriendo de sesgo de representatividad en el que incorrectamente asumen que una muestra positiva de un número reducido de casos es representativa de la realidad generalizada de un

activo financiero, una industria o la macroeconomía de un país. Otros inversores, en cambio, pueden ser simplemente seguidores o imitadores de un grupo de inversores referentes, manifestando de esta manera un comportamiento de manada proveniente de la falta de conocimiento e inexperiencia de su parte, según lo que afirma Lux (1995).

Las ideas expuestas por el premio Nobel de economía Robert Shiller afirmando que las burbujas son principalmente un resultado de la irracionalidad contradicen las ideas expuestas por Eugene Fama, quien también ganó el premio Nobel de economía junto a Shiller en 2013. A diferencia de Shiller, Fama afirma que los inversores son principalmente racionales y que los mercados son eficientes, pero el problema del que adolecen estas últimas afirmaciones es que, cuando se utilizan este tipo de conceptos, no siempre se está utilizando la misma definición para lo que se considera ‘racional’ o no y, debido a eso, ocurre que diferentes economistas pueden estar refiriéndose al mismo concepto pero definiéndolo con características diferentes. Los precios de los activos financieros que se encuentran en situación de burbuja están determinados por el accionar de un amplio rango de inversores de todo tipo, contando cada uno de ellos con información diferente, visiones del mundo diferentes, expectativas diferentes, filosofías de inversión diferentes y personalidades diferentes. De la misma manera, también tienen diferentes incentivos para actuar de la manera en que actúan por lo que sería muy simplista reducir el comportamiento de un conjunto tan diverso de personas a las categorías de ‘racional’ o ‘irracional’, ya que eso no capturaría la complejidad del fenómeno que se está desarrollando.

¿Qué tipos de activos obtienen habitualmente los mejores rendimientos en cada contexto económico?

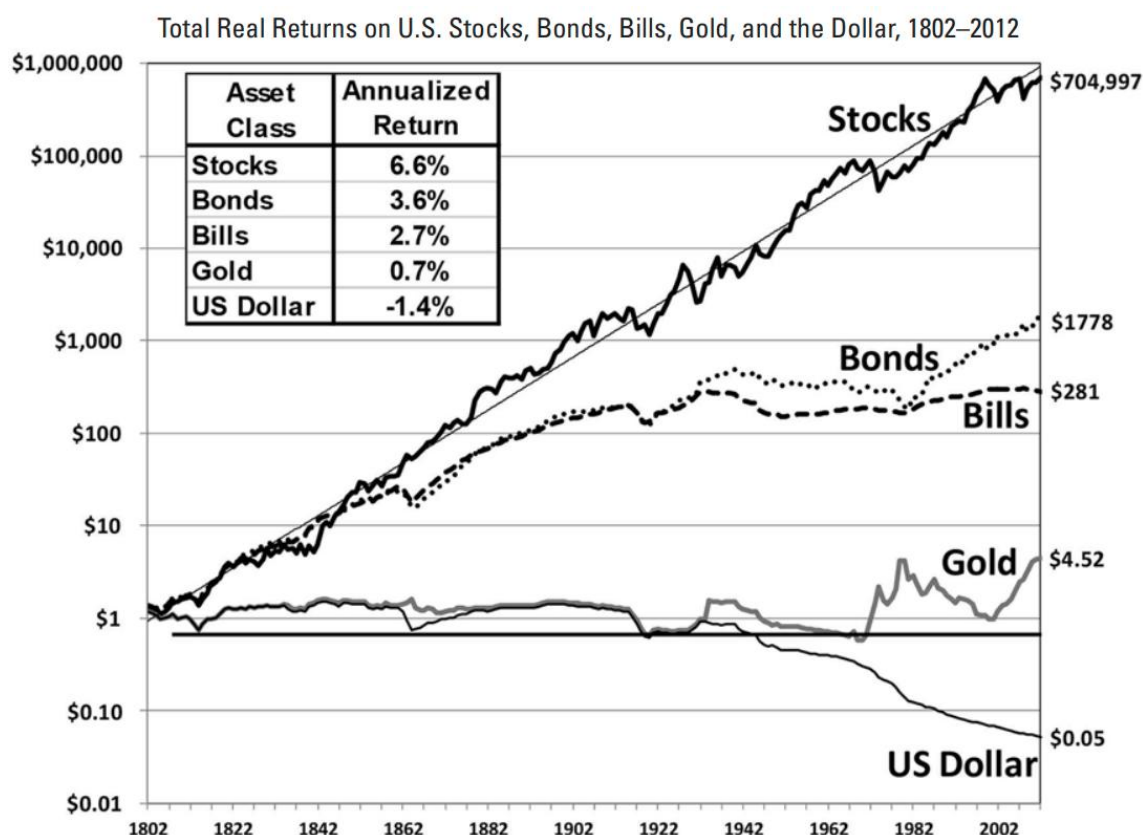
Acciones

Las acciones son el mejor activo financiero para tener en el portafolio durante periodos de prosperidad económica. Estos contextos se caracterizan por:

- Actividad económica en crecimiento en términos reales, con una tasa de inflación que no llega a ser lo suficientemente alta como para afectar negativamente a los fundamentos de las empresas (ingresos, márgenes de rentabilidad, costo de capital) hasta el punto en que estas no logran ser capaces de crear valor para el accionista.
- Tasas de interés bajas y estables o ligeramente a la baja. Curva de tasas de bonos con pendiente positiva o plana.
- Tasa de desempleo baja o, al menos, con tendencia bajista.

No es necesario que la economía se expanda a un ritmo acelerado para que las acciones obtengan, a nivel agregado, altos rendimientos, aunque sí es necesario que el crecimiento económico sea positivo en términos reales.

Invertir en acciones es lo mejor que puede hacer un inversor para beneficiarse de una economía que está expandiéndose en términos reales y, de hecho, como muestran los datos de Siegel (2014), a largo plazo las acciones han sido históricamente el mejor activo de inversión en economías dinámicas cuyo entorno de negocios y marco legal fomentan la inversión y la creación de valor para los accionistas.



Fuente: Siegel (2014)

Bonos

En tiempos de prosperidad, cuando la economía está expandiéndose y la inflación es baja, los bonos proveen a sus inversores de un flujo de ingresos constante mientras además, ayudan a disminuir la volatilidad total del portafolio de inversión. Adicionalmente, en aquellos contextos en los que la economía está enfrentándose a una crisis financiera, una deflación o está atravesando una combinación de eventos políticos o económicos desestabilizantes, los bonos pueden convertirse en

los únicos instrumentos financieros que le brinden a los inversores rendimientos positivos por encima de la inflación.

Los únicos contextos en los que los bonos resultan ser una mala inversión en términos absolutos son aquellos periodos en los que la inflación es alta y los rendimientos de los bonos largos están por debajo de la misma ya que, en esos casos, el rendimiento final del bono (yield to maturity) es negativo en términos reales y, si el inversor llega a invertir en ellos durante ese tipo de contexto, al vencimiento del bono la pérdida del poder adquisitivo del dinero invertido habrá sido superior al rendimiento otorgado por la inversión.

Commodities

Dentro de este tipo de activos convergen categorías como las materias primas, productos semielaborados y metales preciosos; cada una de ellas tiene importantes semejanzas con las demás pero también importantes diferencias.

Los commodities son los ‘bloques’ que constituyen prácticamente todo lo que las personas consumen como alimento, utilizan para generar energía y utilizan en los procesos de producción industrial.

El mercado global de commodities es muy amplio pero, a nivel general, puede dividirse en seis grandes categorías: metales, energía, agricultura, ganadería, financieros y exóticos. En la tabla de que encuentra a continuación se exponen los principales commodities representantes de dichas categorías:

Commodities

Metales	Energía	Agricultura y Ganadería	Exóticos y Financieros
Aluminio	Carbón	Cacao	Monedas
Cobre	Petróleo	Café	Créditos de permisos para emisiones de gases de invernadero
Oro	Electricidad	Maíz	Etanol
Plomo	Aceite de calefacción (heating oil)	Algodón	Índices
Níquel	Gas natural	Ganado de engorde	Tablas de Madera
Paladio	Gasolina	Cerdo	Tasas
Platino	Uranio	Ganado en pie	Caucho
Plata		Jugo de naranja	Seda
Estaño		Panza de cerdo	Lana
Zinc		Harina de soja	
		Aceite de Soja	
		Grano de Soja	
		Azucar	
		Trigo	

Fuente: Elaboración propia en base a Frush (2008)

No todos los metales son iguales ni tienen las mismas aplicaciones. Los metales preciosos, por ejemplo, se caracterizan principalmente por su gran resistencia a la corrosión y a la oxidación mientras que, en contraste, los metales industriales se caracterizan por su baja resistencia y gran maleabilidad.

En el grupo de commodities energéticos se encuentran los elementos que generan la energía que mueve a las sociedades modernas así que su demanda tiene una alta correlación con la prosperidad económica de países desarrollados y emergentes. Por el momento, este grupo se encuentra dominado por fuentes de energía proveniente de fósiles pero, como la tendencia de las energías limpias continúa creciendo, es posible que este grupo sufra modificaciones en el futuro.

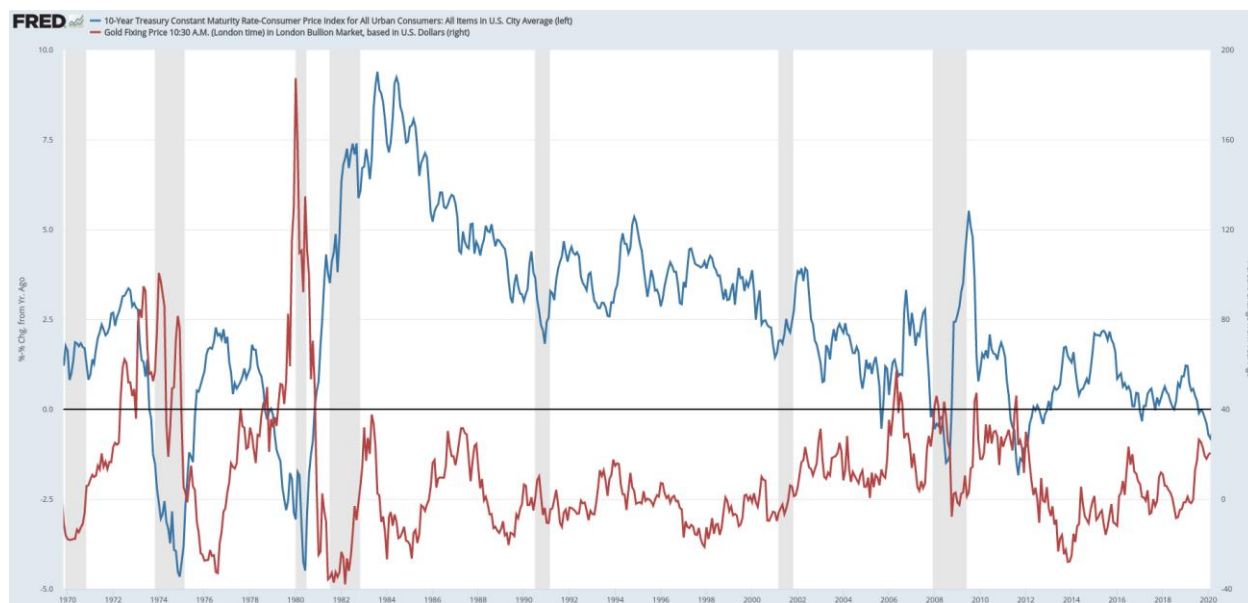
El grupo de agricultura y ganadería está compuesto por commodities que son, en su mayoría, esenciales para la vida humana, aunque en el caso de los commodities ganaderos sucede algo similar a lo que ocurre con los commodities energéticos ya que su demanda está positivamente correlacionada con la prosperidad económica de los países. Esto quiere decir que, cuando los principales países del mundo crecen económicamente, el nivel de vida de sus habitantes aumenta y eso les permite adquirir más bienes de consumo discrecional, entre los que se encuentran los provenientes de commodities ganaderos.

Los commodities exóticos son aquellos que no tienen el mismo tipo de demanda que los restantes commodities y, en numerosos casos, ni siquiera se negocian en los principales mercados de commodities del mundo.

Los commodities financieros se caracterizan por ser intangibles y el único tipo de commodity cuyo activo subyacente no se entrega físicamente al cliente ya que todos se liquidan financieramente en la moneda establecida por el contrato que vincula a ambas partes.

Cuando se invierte en commodities, en muchos casos se está haciendo una de las siguientes apuestas: Se está invirtiendo en la economía, en su crecimiento y desarrollo o se está invirtiendo en contra de ella, al cubrirse de algunos riesgos que podrían acontecer. La manera típica en la que se invierte en la economía a través de commodities es mediante aquellos que están ligados a la producción industrial ya que esas materias primas son los componentes básicos de los productos industriales y, por lo tanto, la demanda por ellas aumenta a medida que la actividad económica crece (en este caso, por supuesto, también debería evaluarse si la oferta está aumentando a un ritmo suficiente como para hacer frente al aumento de la demanda pero habitualmente no suele ser así porque, en el caso de los commodities, su oferta se caracteriza por aumentar lentamente a lo largo del tiempo debido a que, como producir o extraer commodities suele ser una actividad muy intensiva en capital, eso implica que aumentar la oferta requiere de inversiones y de todo un proceso de producción o extracción que debe llevarse adelante así que lo normal es que ese aumento requiera de mucho tiempo para volverse una realidad). Al contrario de lo que sucede cuando la economía está creciendo, cuando hay una recesión y la actividad económica cae, la demanda de materias primas disminuye y lo mismo ocurre con sus precios.

La manera más habitual en la que se utilizan commodities para invertir en contra de la economía es mediante los metales preciosos, sobre todo en contextos de estanflación en países desarrollados o de crisis en las que caen tanto las tasas de los bonos del tesoro que llegan incluso a ser negativas en términos reales, incentivando de esa manera a los inversores a salir de la renta fija para refugiarse de la incertidumbre de la crisis en metales preciosos. De hecho, la historia de los movimientos del oro demuestra que su precio está negativamente correlacionado con las tasas reales de los bonos del tesoro a 10 años:



Fuentes: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), U.S. Bureau of Labor Statistics, ICE Benchmark Administration Limited (IBA), Saint Louis FED

¿Qué muestra el gráfico anterior? En azul se muestra la tasa real del bono del tesoro a 10 años y en rojo el porcentaje de variación anual del precio del oro desde 1970 hasta 2019.

A pesar de que suele creerse que el comportamiento del oro está ligado a la inflación del dólar, en realidad no es así ya que la inflación en EEUU seguía siendo alta en los años 80s y aun así el precio del oro cayó con fuerza durante esos años. Lo que sucede en realidad es que las variaciones en el precio del oro están ligadas fuertemente a los cambios en las tasas de interés reales ofrecidas por los bonos del tesoro de más largo plazo, como muestra el gráfico.

Si la inflación de EEUU es alta (por ejemplo: 5% anual) pero el bono del tesoro está rindiendo un 8% anual, eso significa que rinde una tasa real del 3% y en ese caso, el incentivo es a estar invertido en bonos del tesoro porque se obtiene un rendimiento real positivo mientras que el oro no paga intereses y para colmo, si se trata de oro físico, puede tener que incurrirse en costos de almacenamiento y custodia. En este tipo de contextos, el costo de oportunidad por tener oro en lugar de bonos es alto y lo es más cuanto mayor sea la tasa real que pagan los bonos del tesoro así que el incentivo para el inversor es a preferir los bonos por sobre el oro.

Ahora bien, si la inflación esperada de EEUU es del 2% anual pero el bono del tesoro está rindiendo, por ejemplo, un 1,5%, el contexto es favorable a tener oro en lugar de bonos y, por supuesto, cuanto más negativa sea la tasa ofrecida por los bonos largos, más incentivos habrá para invertir en oro, aunque también es cierto que pueden generarse contextos en los que la tasa real de los bonos del tesoro es negativa y aun así el precio del oro no sube, lo cual puede deberse a que:

1. Se espera que durante los próximos meses la tasa real de los bonos del tesoro más largos suba hasta volver a ser positiva en términos reales.
2. Se espera que la inflación durante los próximos meses descienda hasta colocarse por debajo de las tasas ofrecidas por los bonos del tesoro más largos, tornándola así positiva en términos reales.

Los commodities de agricultura por su parte, al tener una demanda más inelástica, tienen precios que se mueven principalmente en base a drivers propios como el clima, aunque los llamados ‘soft commodities’ (cacao, café, algodón, jugo de naranja, azúcar) tienen una correlación más fuerte con el desempeño de la economía como consecuencia de tener una demanda de consumo más discrecional.

Invertir en commodities es muy diferente a invertir en acciones, bonos o real estate ya que, al invertir en acciones, siempre existe la posibilidad de que la empresa se diferencie de las demás y genere valor para el accionista a través de sus ventajas competitivas de la misma manera que, al invertir en una casa, siempre existe la posibilidad de agregarle valor al repararla, renovarla o ampliarla pero esa posibilidad no existe cuando se invierte en commodities debido a que sus unidades son indistinguibles las unas de las otras y, por lo tanto, el inversor no tiene la capacidad de hacer algo para agregarles valor así que, en lugar de eso, debe aceptar que su precio sea determinado por la oferta y demanda del mercado, conformándose con ser meramente un ‘aceptador’ pasivo de los precios que este impone.

La característica de pro-ciclicidad con respecto al desempeño de la macroeconomía es tan solo una de las razones por las que es conveniente invertir en commodities. Otras razones importantes para considerar la inclusión de commodities en el portafolio de inversión son las siguientes:

Protección contra la inflación: Esta característica de los commodities surge de dos de sus principales atributos:

1. Su demanda tiene una elasticidad muy baja como consecuencia de lo importantes que son para la alimentación y el desarrollo de las sociedades humanas. Esto provoca que, en contextos inflacionarios, la demanda de commodities no caiga en la misma proporción en la que cae la demanda de bienes y servicios con características más discrecionales e impide de esa manera que sus precios caigan en términos reales.
2. El aumento de su oferta requiere, en la mayoría de los casos, de grandes inversiones de capital, a las cuales debe sumarse el tiempo necesario para extraerlos o producirlos. Esto

provoca que, ante un aumento de la demanda de commodities o de la oferta monetaria, la oferta de commodities no aumente en la proporción suficiente como para compensar dichos aumentos debido a que se requiere de inversiones y tiempo para llevar adelante un aumento que compense ese desbalance, dando como resultado un alza de precios.

Relación con el dollar Index: La gran mayoría de los commodities a nivel mundial son negociados en dólares estadounidenses y, como resultado de eso, las apreciaciones y depreciaciones del dólar con respecto a otras monedas importantes del mundo tienen efectos sobre las cantidades ofrecidas y demandadas de commodities. Esta relación puede verse en el gráfico del dollar Index y el índice de precios de commodities que se encuentra a continuación:



Fuente: Saint Louis FED, U.S. Bureau of Labor Statistics, Board of Governors of the Federal Reserve System (US).

Lo que vemos en el gráfico anterior es el índice de precios de commodities en azul y el dollar Index en rojo desde 1974 hasta 2020 pero, como la serie del dollar Index que mantiene la FED de San Luis fue descontinuada en 2019, se agregó en verde la serie actualizada para abarcar también el año 2020.

La principal conclusión que puede extraerse del gráfico anterior es que, como la gran mayoría del volumen de commodities en el mundo se negocia en dólares, un dólar débil en el mundo es muy alcista para los precios de commodities mientras que, aunque un dólar fuerte no parece ser bajista para los precios de commodities, al menos genera desincentivos en la demanda lo suficientemente altos como para impedir que sus precios suban de manera acelerada.

Real Estate (inversiones inmobiliarias)

Cuando las personas piensan en inversiones inmobiliarias (Real Estate), en lo primero que piensa la mayor parte de ellos es en inmuebles residenciales, ya sea una casa de una familia en los suburbios de una ciudad o un departamento cerca de la playa. Esta categoría incluye propiedades residenciales de una a cuatro unidades habitacionales¹¹ y, aunque el tamaño y la amplitud del mercado dificultan la determinación de su verdadero valor, se puede afirmar que es uno de los mercados más grandes del mundo.

Ahora bien, cuando se habla de inversión financiera inmobiliaria, dicho término típicamente se refiere a una inversión que se realiza a través del mercado de capitales en inmuebles comerciales diseñados para la venta minorista, mayorista, oficinas, hoteles o servicios, aunque también se refiere a propiedades residenciales de más de cuatro unidades habitacionales, tal como pueden ser edificios de departamentos o residencias de vida asistida. Esta industria está compuesta en su mayoría por Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (Real Estate Investment Trust o simplemente REIT) debido a que son la mejor manera de realizar inversiones inmobiliarias a través del mercado de capitales.

¿Qué es un REIT (Real Estate Investment Trust)?

Un REIT es un fondo de inversión que reúne fondos de diferentes inversores para invertirlos principalmente en propiedades comerciales e hipotecas. Los REITs fueron creados con el objetivo de permitir a quien lo desee tenga libre acceso a oportunidades de inversión en empresas de bienes raíces que están diversificados y gestionados profesionalmente.

A pesar de que los REITs varían en algunos matices alrededor del mundo, sus características principales son básicamente las mismas, es decir que, para calificar como REIT, independientemente de su nacionalidad, una empresa debe tener la mayor parte de sus activos e ingresos directamente ligados a bienes raíces comerciales y distribuir la mayor parte de sus ganancias a sus accionistas. **Estas reglas fueron establecidas para hacer a los REITs lo más similares posible a poseer directamente propiedades inmobiliarias** y son una pre-condición para que la empresa reciba un trato impositivo favorable.

Los REITs tuvieron su origen en una ley publicada en 1960 durante la presidencia de Dwight D. Eisenhower, en un esfuerzo por ofrecer al estadounidense promedio la oportunidad de invertir en portafolios diversificados de bienes raíces comerciales gestionados profesionalmente, algo que anteriormente solo estaba disponible para instituciones y personas muy acaudaladas. El tratamiento

¹¹ Una unidad habitacional (o unidad de vivienda) es una habitación individual o una combinación unificada de habitaciones diseñadas para uso residencial.

impositivo especial que reciben los REITs fue diseñado para lograr que poseer un REIT sea similar a poseer una propiedad inmobiliaria.

REITs Invertibles

Los REITs pueden ser categorizados como: negociados públicamente en mercados de capitales, públicos pero no listados en mercados de capitales y privados. Mientras que los REITs negociados públicamente son como las acciones y cotizan en mercados de capitales estando al alcance de todos, los REITs privados y los que son públicos pero no cotizan en mercados de capitales se ocupan de aquellos que invierten a más largo plazo, tienen montos mínimos requeridos más altos y un proceso de liquidación más ‘opaco’.

A lo largo de este análisis el foco estará puesto en los REITs que cotizan públicamente en mercados de capitales debido a que son el instrumento que más se asemeja a la inversión en acciones.

	Negociados públicamente en mercados de capitales	Públicos no listados en mercados de capitales	Privados
Estructura	Registrado ante la Security and Exchange Commission (SEC) de EEUU y negociado en mercados de acciones	Registrado ante la SEC pero no negociado públicamente en mercados de acciones	No registrado ante la SEC y no negociado en mercados de acciones
Liquidez	Las acciones del REIT se negocian igual que las acciones de una empresa, con costos de transacción muy similares	Los programas de rescate varían pero típicamente son limitados. Se suelen establecer fechas específicas para realizar compra-ventas y suele haber un período mínimo de tenencia antes del cual no se puede vender	Generalmente es ilíquido, aunque esto varía para cada uno
Gestión	Típicamente es autogestionado y con mayoría de directores independientes	Habitualmente se gestiona de manera externa, con mayoría de directores independientes	Habitualmente se gestiona de manera externa, sin requisitos de junta directiva
Gobierno corporativo	Sigue las reglas de los mercados de acciones, revelando de manera regular toda la información requerida por la normativa vigente	Sigue las regulaciones de la North American Securities Administrators Association (NASAA) y debe publicar información de manera regular	

Fuente: NAREIT (2009). Which Type of REIT Is Right for You?

Impuestos

Los REITs reciben un tratamiento impositivo preferencial a nivel corporativo. Esto significa que, cumplidas ciertas reglas, los REITs no pagan impuesto a las ganancias, lo cual, nuevamente, hace que la tenencia de REITs sea muy similar a ser el dueño directo de propiedades inmobiliarias. Sin este tratamiento impositivo preferencial, los pagos de dividendos de los REITs serían gravados a nivel corporativo y personal mientras que, la tenencia de propiedades inmobiliarias solo está gravada a nivel personal.

Hay varios tipos de dividendos pagados por los REITs, siendo el más habitual el ‘dividendo ordinario’ basado en las ganancias que obtiene de los alquileres, leasings, dividendos e intereses, aunque el REIT también puede distribuir dividendos basados en ganancias de capital, retornos de capital o recuperación de depreciaciones, los cuales reciben un tratamiento impositivo diferente.

¿Equity, hipotecas, híbrido?

Los REITs que se negocian públicamente en mercados de capitales se dividen en tres categorías: REITs de equity, REITs de hipotecas y REITs híbridos. Los REITs de equity invierten directamente en propiedades inmobiliarias para uso comercial mientras que los REITs de hipotecas invierten en hipotecas u otros instrumentos de deuda relacionados con propiedades inmobiliarias para uso comercial. Los REITs híbridos invierten en ambos pero como son muy poco comunes, lo que se hace habitualmente es categorizarlos como REIT de equity o hipotecas dependiendo de dónde está invertida la mayor parte de su capital. A nivel mundial, más del 90% de REITs son de equity y el resto de hipotecas.

Existe un número relativamente alto de ‘tipos de REITs’ diferentes dentro de la industria, cuyas características están detalladas en la página web de la National Association of Real Estate Investment Trusts¹² por lo que, para que este análisis no se vuelva demasiado extenso, solo se comentarán las características de los siete tipos de REITs que gestionan los mayores volúmenes, los cuales además se especializan en áreas de todo el espectro de la inversión inmobiliaria y por lo tanto, llegan a cubrirlo casi en su totalidad. Estos siete tipos de REITs son: industrial, hipotecas, oficinas, residencial, comercio minorista, especializado y diversificado, siendo los REITs de comercio minorista los más grandes a nivel mundial, según lo que muestran los índices de MSCI, aunque son los REITs especializados (principalmente los de hoteles y de almacenes) los más grandes dentro de Estados Unidos, según lo que muestran los índices de ese país.

Características de los REITs

Hay varias maneras de describir a los REITs pero hay algunas características ‘núcleo’ que se destacan: los REITs son considerados como una inversión ‘en valor’, su capitalización de mercado es relativamente pequeña, pagan dividendos de manera regular, son un instrumento de inversión ‘defensivo’, sensible a las tasas de interés y de la misma manera que sucede con cualquier valor negociable que tiene oferta pública en mercados de capitales, sus precios se mueven en base a oferta y demanda.

¹² <https://www.reit.com/>

Los REITs son considerados ‘inversiones de valor’

Aquellos que invierten en empresas ‘en crecimiento’¹³ prefieren las empresas cuyas ganancias están creciendo por encima del promedio del sector mientras que, los que invierten en empresas ‘de valor’¹⁴, prefieren las empresas cuyas valuaciones están por debajo del promedio del sector. Habiéndose establecido a lo largo de la historia estos dos estilos de inversión por parte de los inversores, las instituciones han respondido creando índices que contienen a las empresas preferidas por cada uno de ellos, siendo el MSCI Growth Index, el MSCI Value Index, el Russell Growth Index y el Russell Value Index algunos de los ejemplos más conocidos. Los REITs, con tasas de crecimiento bajas en la mayoría de los casos, altos dividend yields¹⁵ y valuaciones por debajo del promedio del mercado son preferidos, en la mayoría de los casos, por los inversores de valor.

Los REITs son inversiones de baja capitalización

Históricamente, a las grandes empresas les va mejor durante las recesiones debido a que son vistas como ‘refugios de valor’ por parte de los inversores, pero de la misma manera, las empresas pequeñas son las que primero rebotan (y de manera muy fuerte) al inicio de las recuperaciones económicas a causa de que, en la mayoría de los casos, son las que más han sufrido durante la recesión que precede a la recuperación y por lo tanto, rebotan desde valuaciones relativamente más baratas y atractivas.

Como resultado de que los REITs son relativamente pequeños en capitalización de mercado, no sorprende que típicamente tengan mejores rendimientos relativos con respecto a las demás industrias cuando las empresas de baja capitalización están superando en rendimiento a las de gran capitalización de mercado.

Dividendos

Debido a que los REITs están obligados a distribuir al menos el 90% de sus ingresos en forma de dividendos a los accionistas, sus dividend yields son habitualmente más altas que el promedio del mercado, lo cual convierte a los dividendos en un componente fundamental de la inversión en REITs y tal es así que, desde el origen de los REITs, los dividendos han representado la parte más importante del rendimiento acumulado que estos han generado a lo largo de los años ya que, durante periodos prolongados de tiempo, los movimientos de precios al alza y a la baja en el mercado se han compensado mayormente entre sí.

¹³ Conocidos como ‘Growth Investors’

¹⁴ Conocidos como ‘Value Investors’

¹⁵ La fórmula del dividend yield es: dividendo por acción / precio de la acción

Un aspecto muy importante de los dividendos, que siempre debemos considerar cuando estos son una parte importante de nuestra estrategia de inversión, es el tratamiento impositivo que tienen ya que, por ejemplo, puede darse el caso de que, cuando provienen del ingreso del negocio, estén gravados de manera diferente que cuando provienen de una ganancia de capital. Además de eso, será necesario que estemos atentos a los cambios que pueda tener la legislación impositiva vigente debido a que, incluso pequeños cambios en esta podrían afectar significativamente el valor relativo de los dividendos respecto a otras formas de ingreso, lo cual hasta podría incluso afectar la decisión de una empresa de pagar dividendos o no y, por supuesto, también el monto de los mismos.

Oferta y Demanda

Aunque la demanda de propiedades comerciales es normalmente volátil, yendo y viniendo con los ciclos económicos, la oferta es mucho más estable y sencilla de cuantificar. La oferta de inmuebles puede ser medida de varias maneras: tasas de absorción, vacancias, construcciones nuevas, cantidad de permisos y gastos para construcciones. Toda esa información está disponible públicamente y suele ser actualizada cada mes.

Considerando que los REITs tienen típicamente una presencia geográfica limitada y que la inversión en bienes raíces se trata principalmente de “ubicación, ubicación, ubicación”, entender las tendencias de oferta y demanda para el mercado subyacente es crítico a la hora de invertir en ellos, para lo cual, una muy buena herramienta puede ser el prospecto de emisión¹⁶.

Precios de las propiedades inmobiliarias

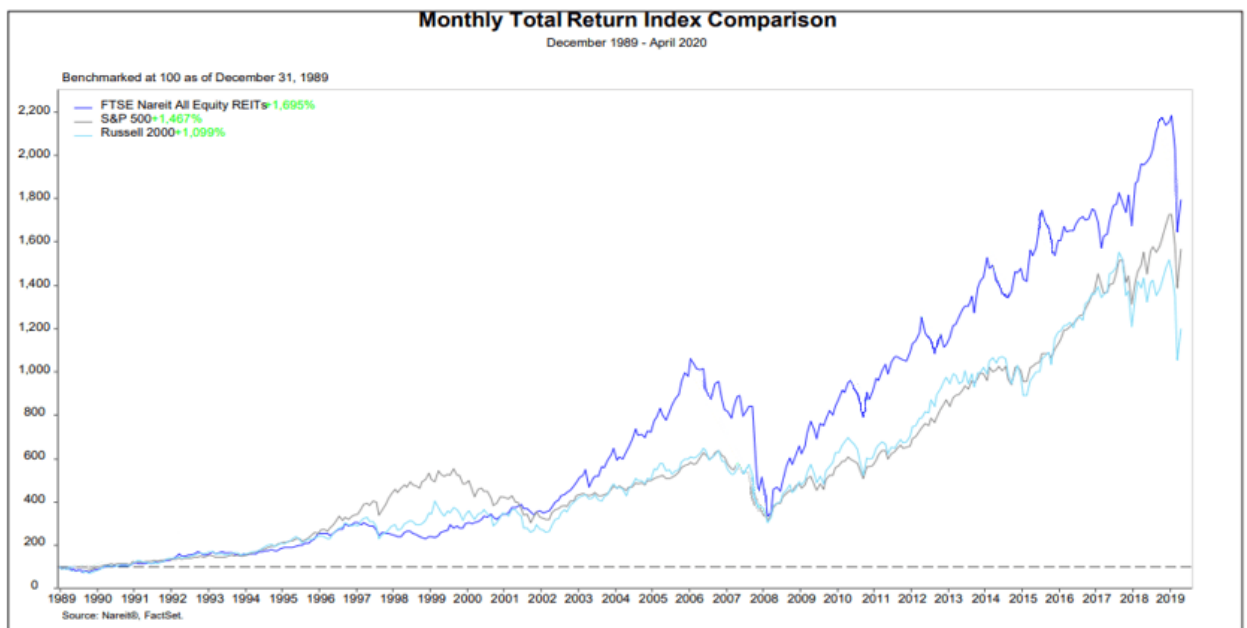
Los precios de las propiedades físicas que posee el REIT son un componente fundamental en la determinación del valor del mismo, aunque hay que tener en cuenta que, al ser un activo financiero, el precio del REIT generalmente va por delante del precio de sus propiedades subyacentes, tanto cuando sus precios suben como cuando bajan y por esta razón es que, si comparamos el NCREIF TBI National Property Index con el NAREIT All REIT Index y hacemos una correlación entre ambos veremos que, a medida que adelantamos trimestres del NAREIT All REIT Index con respecto al NCREIF TBI National Property Index, el coeficiente de correlación va en aumento mientras que, si lo movemos en sentido contrario, el coeficiente disminuye. Otro componente que influye en este desfase de índices es la alta liquidez que tienen, en general, los REITs negociados en mercados de capitales, comparada con la natural iliquidez que existe en las propiedades inmobiliarias físicas.

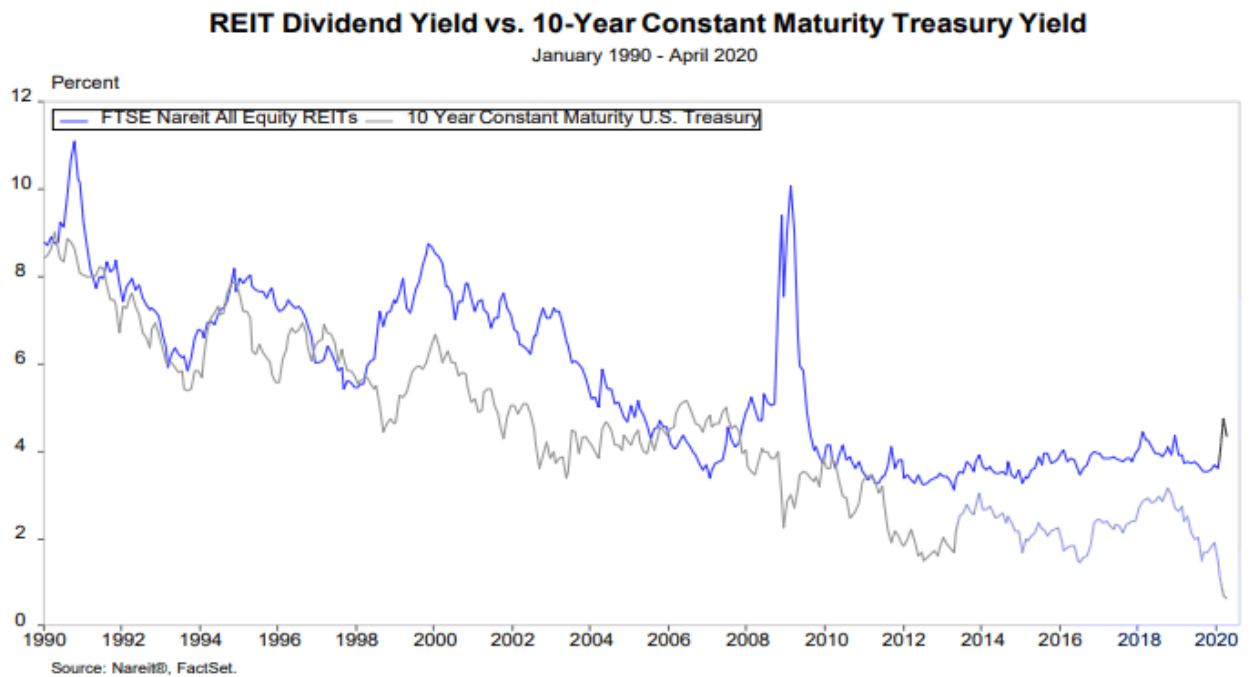
¹⁶ Por ejemplo, Vanguard tiene un ETF de REITs cuyo prospecto se puede consultar acá: <https://personal.vanguard.com/us/FundsEProspectus?CUSIP=922908553&calledFrom=FundsApp&cbdForceDomain=true>

Los mercados financieros reaccionan rápidamente a la aparición de nueva información y dado que los REITs se pueden comprar y vender en grandes cantidades con solo apretar un botón o hacer una llamada telefónica, estos tienden a reaccionar muy rápido a la nueva información disponible. De todas maneras, es importante agregar que esta característica, además de provocar el natural adelantamiento en el precio de los REITs, también provoca la volatilidad relativa más alta que tiene el precio de estos con respecto al de las propiedades inmobiliarias físicas.

Los REITs son ‘defensivos’

Desde que los REITs de equity fueron creados y que además existen índices como el FTSE NAREIT All Equity REIT Index que permiten seguir la evolución de sus precios a lo largo del tiempo, dicha información nos permite sacar importantes conclusiones analizando los gráficos que están a continuación, los cuales muestran la evolución en el tiempo del índice de REITs con respecto a las acciones de gran y pequeña capitalización de EEUU además del dividend yield que han arrojado durante las últimas décadas comparado con el rendimiento del bono del tesoro de Estados Unidos a 10 años:





Observaciones:

- En los casos en los que el inversor reinvierte los dividendos, los REITs han demostrado ser una excelente alternativa de inversión a largo plazo, obteniendo históricamente un rendimiento compuesto que incluso ha superado al obtenido por las acciones, como lo muestra el primer gráfico.
- El mercado parece considerar a los REITs como una inversión contracíclica con respecto a las acciones ya que, con excepción de la crisis hipotecaria de 2008 que golpeó de lleno al sector inmobiliario y la crisis del COVID-19 que tuvo más el aspecto de una gran corrección de mercado que de un mercado bajista, vemos que, en general, si las acciones caen de precio, los REITs suben y si las acciones están en fuerte tendencia alcista, como sucedía en la década de los 90s, los REITs tienden a tener un rendimiento relativamente menor.
- Otra característica que muestra a los REITs como una inversión defensiva es el alto dividend yield que históricamente han tenido y que prácticamente en todo momento ha superado al rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años, gracias a lo cual, son una excelente alternativa de inversión para aquellos inversores que están más interesados en obtener un flujo constante de dinero proveniente de sus inversiones que en obtener ganancias de capital.

Los REITs son sensibles a las tasas de interés

Los REITs son sensibles a las tasas de interés de dos importantes formas:

- Si las tasas de interés caen, eso podría provocar que el financiamiento para la compra de bienes raíces sea más barato, lo cual incrementaría la rentabilidad de los REITs.

- Si las tasas de interés suben, como los REITs pagan dividendos, la suba de tasas podría provocar que otras inversiones que también brindan flujos regulares de dinero, como los bonos gubernamentales o corporativos, se tornen más atractivos para los inversores si los REITs no incrementan el dividendo.

Drivers políticos

Los mercados financieros no tienen ideología política, es decir que no aman a un partido político y odian a otro; **lo que odian los mercados financieros es la incertidumbre y aman los contextos de estabilidad política en los que los empresarios e inversores pueden hacer proyecciones sensatas a largo plazo.**

Las decisiones políticas son las más difíciles de descontar en los precios de los activos financieros con anterioridad a que sean publicadas y conocidas por todos debido a que, en muchas ocasiones, dependen del criterio de un número reducido de personas, las cuales además son las únicas que las conocen de antemano, y suelen ser tomadas en periodos relativamente cortos de tiempo. Esto atañe sobre todo a las decisiones que dependen exclusivamente del poder ejecutivo ya que, tanto el poder legislativo como el judicial, cuentan con procedimientos que deben completarse para que una ley o sentencia judicial sean promulgadas y, gracias a eso, el mercado tiene tiempo suficiente para descontar previamente en los precios sus potenciales efectos.

El contexto político más favorable para las acciones es aquel en el que el poder ejecutivo y legislativo están dominados por partidos políticos diferentes, no aliados entre sí o cuando el poder ejecutivo y legislativo están dominados por el mismo partido político pero hay en el congreso una mayoría parlamentaria tan estrecha del partido dominante que aun así se requiere de un extenso debate y negociación entre legisladores para que una ley logre ser promulgada.

Toda ley que tenga la intención de ser redistributiva de la riqueza, que cambie el entorno vigente para hacer negocios, que modifique impuestos, cambie regulaciones del entorno empresarial o laboral, modifique la regulación del mercado de capitales o que, en definitiva, beneficie económicamente a unos a expensas de perjudicar a otros, será en la mayoría de los casos recibida negativamente por los inversores en el mercado como consecuencia de la incertidumbre que su tratamiento y debate generan. Es por esta razón que el mejor contexto político posible para la inversión en acciones es el de ‘atasco legislativo’ en el que cada ley que tiene alguna de las intenciones anteriormente mencionadas es debatida extensamente por largos periodos de tiempo en ambas cámaras del congreso y, en caso de ser promulgada, termina saliendo con una versión bastante diluida respecto de lo que originalmente se presentó, con efectos mucho más suaves que los inicialmente propuestos.

El evento político por excelencia que genera más incertidumbre en los mercados financieros son, por supuesto, las elecciones, tanto presidenciales como legislativas ya que son las que definen cómo quedará conformado el mapa político del país y si habrá o no ‘atasco legislativo’ durante los próximos años. Es por esa razón que, durante los meses previos a las elecciones, los mercados financieros suelen tornarse más volátiles de lo habitual ante la incertidumbre que genera el no saber con certeza cómo quedará conformado el mapa político del país pero, de la misma manera, luego de las elecciones es habitual ver que las acciones experimentan un rally alcista gracias a que finalmente la incertidumbre electoral ha dado paso a la certeza de saber cómo han quedado conformados los poderes del gobierno para los próximos años (este rally alcista, por supuesto, es mucho más frecuente cuando la composición del congreso garantiza que habrá un atasco legislativo gracias al cual, le resultará muy difícil al poder ejecutivo hacer pasar por el congreso cualquier legislación que sea polémica, generadora de ganadores y perdedores, redistributiva de la riqueza, modificadora de impuestos o del marco legal vigente para hacer negocios además de que, incluso en caso de lograr promulgarla, esta será una versión muy diluida de lo pretendido inicialmente como resultado de la negociación que debió llevarse adelante entre los legisladores y las concesiones que debieron realizarse con el objetivo de lograr aprobarla).

La creación de ganadores y perdedores por parte de una ley da la idea errónea de que su promulgación no necesariamente es algo malo si previamente se está invertido en acciones de empresas pertenecientes al grupo de los ‘ganadores’ pero, en realidad, no es tan importante el hecho de que algún sector o industria sea beneficiado por una ley debido a que, de todas maneras, el efecto neto de la misma sobre las acciones, a nivel general, será negativo en la mayoría de los casos como consecuencia de que la ley cambió las reglas de juego y generó incertidumbre en el mercado; eso termina siendo, en última instancia, lo más importante. La ley que hoy beneficia a una empresa, industria o sector puede, en el futuro, ser sobre-escrita por otra ley que los perjudique y esa incertidumbre es la que los inversores en el mercado intentan evitar a toda costa.

Un conocido ejemplo del efecto negativo que genera la incertidumbre política en el mercado de capitales fue la ley Sarbanes-Oxley. Anteriormente se dijo que las acciones son leading indicators que se mueven por delante de la economía y el empleo pero el mercado bajista que tuvo lugar como consecuencia de la explosión de la burbuja de las .COM fue la excepción a esa regla ya que ese mercado bajista finalizó después de que la recesión económica finalizase. ¿Por qué sucedió esto? Durante ese mercado bajista también tuvo lugar la quiebra y el descubrimiento del fraude de Enron en diciembre de 2001, lo cual motivó al congreso de EEUU a promulgar una ley que crease procesos legales adicionales para monitorizar a las empresas que cotizaban en bolsa en busca de posibles fraudes que pudieran perjudicar a los accionistas. La recesión económica terminó oficialmente en octubre de 2001 pero el mercado bajista de las acciones recién finalizó en octubre de 2002, ¿Cuándo fue promulgada la ley Sarbanes-Oxley? El 30 de julio de 2002. Es decir que, más allá de los efectos positivos y negativos que tuviera la ley, lo que más estaba contribuyendo a mantener vivo el mercado bajista en las acciones era la incertidumbre que esta ley generaba sobre el nuevo entorno legal que deberían enfrentar las empresas que cotizaban en bolsa una vez promulgada la misma ya

que, mientras no estuviese promulgada, las discusiones en el congreso continuarían y siempre estaba vigente la posibilidad de que le hicieran cambios, prolongando de esa manera la incertidumbre. Como resultado de esto, una vez promulgada la ley, y teniendo ya la certidumbre de cómo quedaría establecido a partir de ese momento el nuevo marco legal para las empresas que cotizaban en bolsa, la incertidumbre desapareció y todo quedó listo para que diera inicio un nuevo mercado alcista, cosa que sucedió apenas un mes después.

Cuando el marco legislativo para hacer negocios en un país es estable, esto permite que empresarios e inversores puedan realizar proyecciones confiables a largo plazo que les permitan luego llevar adelante proyectos de inversión que en el futuro crearán valor para los accionistas mientras que, cambios en el marco legal o regulatorio de un país pueden provocar que proyectos de inversión que antes eran rentables y generaban valor para los accionistas ya no lo generen; es por esta razón que los inversores y empresarios suelen recibirlos con pesimismo y escepticismo por más buenas que sean las intenciones de los políticos que los promueven.

La fortaleza de las instituciones democráticas es otro factor que contribuye mucho al riesgo que experimenta cualquier inversor que invierte en acciones ya que, en un país con instituciones democráticas débiles, como puede ser el caso de China, el inversor sabe que existen riesgos que, a pesar de tener una baja probabilidad de ocurrencia, de llegar a acontecer provocarán un impacto muy alto en su inversión, al punto de provocarle una pérdida permanente de capital. Por ejemplo, un inversor que ha invertido en una empresa estadounidense que cotiza en bolsa sabe que, gracias a que en EEUU las instituciones democráticas son fuertes, si el gobierno demandase a la empresa por monopolio, esta puede defenderse y el juicio podría tardar años en llegar a algún tipo de resolución. Esto le da al mercado tiempo más que suficiente como para descontar previamente en los precios los potenciales efectos que una sentencia podría tener sobre los fundamentos de la empresa y además, gracias a que la empresa tiene derecho a defenderse, también es muy probable que, en caso de que la sentencia termine siendo desfavorable para la empresa, la pena sea mucho más suave que la que inicialmente el gobierno había solicitado. En China, en cambio, como consecuencia de lo débiles que son sus instituciones por el hecho de ni siquiera ser un país democrático, un inversor sabe que, si invierte en una empresa y el gobierno desea acusarla de monopolio, no solo esta carecerá de posibilidades para defenderse sino que además, la pena que deberá afrontar se conocerá muy rápidamente y será puesta discrecionalmente por el gobierno, sin darle prácticamente tiempo al mercado para descontar sus efectos previamente en los precios. Este tipo de situaciones, con eventos de baja probabilidad de ocurrencia pero de muy alto impacto en el valor de las empresas en caso de acontecer provoca que las mismas coticen a valuaciones menores a las de empresas similares que se encuentran en países con instituciones democráticas fuertes dado que, ceteris paribus, el riesgo y volatilidad que asume el inversor que invierte en ellas es mayor al que asumiría si invirtiera en una empresa equivalente pero de un país con fuertes instituciones democráticas, respeto por la propiedad privada, igualdad ante la ley y derecho a legítima defensa.

El mercado financiero de EEUU y los ciclos presidenciales

La influencia del driver político en el rendimiento de las acciones de EEUU puede observarse al comparar los rendimientos que tuvo el índice S&P500 desde su origen con los años de los diferentes ciclos presidenciales que ocurrieron desde entonces. Para ellos resulta útil analizar la tabla que se encuentra a continuación:

Rendimientos del índice S&P 500 con reinversión de dividendos									
President	Party	1st Year		2nd Year		3rd Year		4th Year	
Coolidge	Republican	1925	n.a	1926	11.6%	1927	37.5%	1928	43.6%
Hoover	Republican	1929	-8.4%	1930	-24.9%	1931	-43.3%	1932	-8.2%
FDR - 1st	Democratic	1933	54.0%	1934	-1.4%	1935	47.7%	1936	33.9%
FDR - 2nd	Democratic	1937	-35.0%	1938	31.1%	1939	-0.4%	1940	-9.8%
FDR - 3rd	Democratic	1941	-11.6%	1942	20.3%	1943	25.9%	1944	19.8%
FDR / Truman	Democratic	1945	36.4%	1946	-8.1%	1947	5.7%	1948	5.5%
Truman	Democratic	1949	18.8%	1950	31.7%	1951	24.0%	1952	18.4%
Eisenhower - 1st	Republican	1953	-1.0%	1954	52.6%	1955	31.6%	1956	6.6%
Eisenhower - 2nd	Republican	1957	-10.8%	1958	43.4%	1959	12.0%	1960	0.5%
Kennedy / Johnson	Democratic	1961	26.9%	1962	-8.7%	1963	22.8%	1964	16.5%
Johnson	Democratic	1965	12.5%	1966	-10.1%	1967	24.0%	1968	11.1%
Nixon	Republican	1969	-8.5%	1970	4.0%	1971	14.3%	1972	19.0%
Nixon / Ford	Republican	1973	-14.7%	1974	-26.5%	1975	37.2%	1976	23.8%
Carter	Democratic	1977	-7.2%	1978	6.6%	1979	18.4%	1980	32.4%
Reagan - 1st	Republican	1981	-4.9%	1982	21.4%	1983	22.5%	1984	6.3%
Reagan - 2nd	Republican	1985	32.2%	1986	18.5%	1987	5.2%	1988	16.8%
Bush	Republican	1989	31.5%	1990	-3.2%	1991	30.6%	1992	7.6%
Clinton - 1st	Democratic	1993	10.0%	1994	1.3%	1995	37.5%	1996	22.9%
Clinton - 2nd	Democratic	1997	33.3%	1998	28.6%	1999	21.0%	2000	-9.1%
Bush, G.W.	Republican	2001	-11.9%	2002	-22.1%	2003	28.7%	2004	10.9%
Bush, G.W.	Republican	2005	4.9%	2006	15.6%	2007	5.5%	2008	-36.6%
Obama B.	Democratic	2009	25.9%	2010	14.8%	2011	2.1%	2012	15.9%
Obama B.	Democratic	2013	32.2%	2014	13.5%	2015	1.4%	2016	11.8%
Trump, D.	Republican	2017	21.6%	2018	-4.2%	2019	31.5%	2020	18.4%
Mediana:		10.0%		9.1%		22.7%		13.8%	
Nro años positivos:		13		15		22		20	
Nro años negativos:		10		9		2		4	
Retorno Promedio:		9.8%		8.6%		18.5%		11.6%	

Fuente: Elaboración propia.

¿Qué patrones de comportamiento pueden observarse en la tabla anterior?

Existe una clara diferencia de rendimientos entre la primera mitad del ciclo presidencial y la última ya que, en promedio, los dos últimos años presidenciales son más positivos para las acciones que los primeros. ¿A qué se debe esto? Cuando un presidente comienza su mandato presidencial, sea este el primero o el segundo si ha sido reelecto, por lo general intenta avanzar con una agenda ejecutiva y legislativa que ha formado parte de su plataforma de campaña y que intentará plasmar en acciones

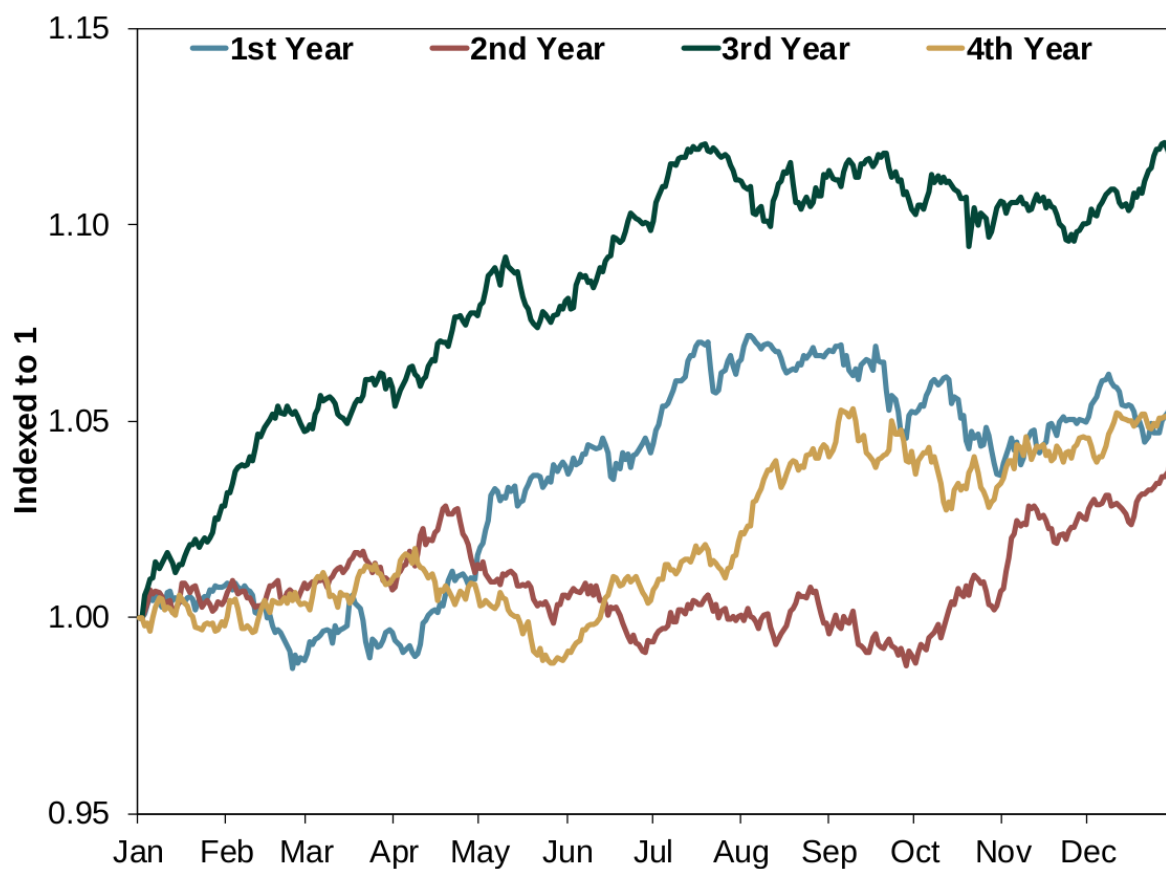
concretas durante su mandato. Gracias a que, por lo general, los votantes suelen darle un voto de confianza al candidato que eligen para que ocupe el poder ejecutivo al elegir también a candidatos del mismo partido para que estos ocupen el poder legislativo, el presidente suele contar durante los primeros dos años de su mandato con un congreso de mayoría perteneciente a su propio partido (al menos en la Cámara de Representantes), lo cual le permite avanzar de manera más ágil con su agenda legislativa. Este contexto genera incertidumbre y dudas sobre posibles cambios que el presidente pueda llevar adelante durante sus primeros dos años de mandato debido a que dichos cambios pueden modificar el actual marco legal para invertir y hacer negocios. Esta incertidumbre desincentiva tanto la toma de riesgos empresariales como la inversión y afecta, en última instancia, a los fundamentos de las empresas. Luego de las elecciones legislativas, por lo general, el congreso en EEUU pasa a tener mayoría opositora (al menos en la Cámara de Representantes)¹⁷ y el presidente debe lidiar con este contexto legislativo durante sus últimos años de mandato. Esta configuración del congreso genera un atasco legislativo que provoca que durante su tercer y cuarto año presidencial le resulte muy difícil al presidente lograr hacer aprobar por el congreso cualquier ley que sea polémica; esto estabiliza mucho el marco legislativo para invertir y hacer negocios, incentivando a inversores y empresarios a tomar riesgos. Teniendo en cuenta lo anterior, no es de extrañar que el mejor año para las acciones en EEUU sea el tercer año presidencial ya que, durante ese año, es poco probable que el congreso le apruebe al presidente alguna ley que realice cambios importantes en el marco legislativo del país y además, al no haber elecciones, no se sufre la incertidumbre propia de las campañas electorales. El cuarto año presidencial también cuenta con estabilidad legislativa como factor positivo para las acciones gracias a que, durante ese año, el presidente puede estar en busca de su reelección o, si está en su segundo mandato, carecerá de poder real al estar ya desgastado luego de siete años de mandato; en el primer caso, el presidente no tiene incentivos para presionar por cambios legislativos importantes a través del congreso debido a que pueden tornarse en su contra durante la campaña electoral y, en el segundo caso, los legisladores preferirán esperar a que un nuevo presidente sea electo para debatir con él las leyes importantes que deben pasar por el congreso.

¿Por qué el segundo año presidencial suele ser el peor para las acciones? Por dos factores: la incertidumbre que generan las elecciones legislativas y los incentivos que tiene el presidente para promulgar leyes en el congreso mientras su partido aún tiene mayoría. Todo lo bueno que tiene el tercer año presidencial no lo tiene el segundo ya que, además de la gran incertidumbre que generan en el país las elecciones legislativas, por lo general el poder ejecutivo cuenta todavía durante ese año con el apoyo de la cámara de representantes y por lo tanto tiene incentivos para intentar hacer aprobar por el congreso leyes que considere importantes antes de que las elecciones le dejen posiblemente un congreso de mayoría opositora para la segunda parte del mandato presidencial. En resumen, incertidumbre electoral sumada a un poder ejecutivo motivado a intentar pasar legislación por el congreso generan un contexto bastante hostil para las acciones. Cabe mencionar también que,

¹⁷ El mandato de un diputado en EEUU dura dos años, lo cual quiere decir que la cámara de representantes se recrea completamente cada dos años. El mandato de un senador en EEUU dura seis años.

aunque el poder ejecutivo tiene incentivos durante su segundo año presidencial para presionar a los legisladores con el objetivo de aprobar en el congreso leyes importantes durante ese año, este incentivo choca a su vez con los incentivos de los legisladores que, al estar en campaña electoral, tienen los incentivos opuestos y no están dispuestos a arriesgarse a perder votantes apoyando legislación que pueda resultar polémica por beneficiar a unos a expensas de otros; gracias a esto, el segundo año presidencial no es necesariamente uno de mucha actividad legislativa pero sí uno de mucha incertidumbre ligada a lo político.

Para expresar de manera gráfica los patrones de comportamiento que tiene el índice S&P500 durante los diferentes años del periodo presidencial, a continuación se encuentra un gráfico que calcula el comportamiento promedio que ha tenido el índice durante cada año presidencial desde 1929 hasta 2018:



Fuente: Global Financial Data. Inc. Rendimientos diarios del índice S&P 500 desde 31-12-1928 hasta 31-12-2018

¿Demócratas o Republicanos?

Intuitivamente los inversores suelen creer que los presidentes republicanos son un factor positivo para los rendimientos de las acciones mientras que los presidentes demócratas son negativos pero, en realidad, la historia muestra que los mercados financieros en EEUU son bastante indiferentes al partido político al que pertenece el presidente en ejercicio, e incluso suelen tener mejores desempeños durante la presidencia de demócratas, como Clinton y Obama, que durante la presidencia de republicanos como George Bush Jr.

¿Por qué ocurre este comportamiento contraintuitivo? Los mercados financieros se mueven en base a la diferencia que existe entre las expectativas que están incorporadas en los precios de los activos financieros y la realidad que posteriormente termina aconteciendo. Como resultado de esto pueden darse contextos contradictorios como los siguientes:

- Una buena noticia o un buen balance de una empresa podría ser recibido negativamente por los inversores si las expectativas que estaban incorporadas en los precios esperaban algo mejor. Como resultado de eso, el precio del activo financiero caerá aun cuando lo acontecido fue bueno, debido a que no fue tan bueno como se esperaba.
- Una mala noticia o un mal balance de una empresa podría ser recibido positivamente por los inversores si las expectativas que estaban incorporadas en los precios esperaban algo peor. Como resultado de eso, el precio del activo financiero subirá aun cuando lo acontecido fue malo, debido a que no fue tan malo como se esperaba.

Los republicanos tienen para los estadounidenses la imagen de políticos pro-mercado, pro-empresa, a favor de impuestos bajos, a favor de un menor gasto público, a favor del libre comercio, en contra de la inmigración y conservadores de las tradiciones. En base a esto, cuando un presidente republicano gana las elecciones, los inversores incorporan en los precios de las acciones las expectativas positivas que un candidato de esas características les genera, las cuales habitualmente se ven posteriormente defraudadas como consecuencia de que el presidente republicano no es capaz de hacer pasar por el congreso y convertir en ley la gran mayoría de las propuestas que hizo durante la campaña. Estas expectativas defraudadas generan un sentimiento inversor negativo que afecta en el mismo sentido al precio de las acciones.

Los demócratas, por el contrario, tienen para los estadounidenses la imagen de políticos progresistas, a favor de la redistribución del ingreso, a favor de achicar la diferencia entre ricos y pobres mediante intervención estatal, a favor de las minorías, a favor de la justicia social, a favor de impuestos más altos, a favor de un mayor gasto público, a favor de más regulaciones al comercio y a favor de la inmigración. En base a esto, cuando un presidente demócrata gana las elecciones, los inversores incorporan en los precios de las acciones las expectativas negativas y los miedos que un candidato de esas características les genera, las cuales habitualmente se ven posteriormente aliviadas como consecuencia de que el presidente demócrata no es capaz de hacer pasar por el congreso y

convertir en ley la gran mayoría de las propuestas que hizo durante la campaña. Ese alivio genera un sentimiento inversor positivo que afecta en el mismo sentido al precio de las acciones.

Drivers psicológicos/emocionales

El análisis de este tipo de drivers implica introducirse directamente en el campo de las finanzas del comportamiento, la cual es una disciplina bastante novedosa que ha ganado protagonismo a partir de la década de 1980.

El principal reconocimiento que le dio la academia a las finanzas del comportamiento llegó en 2002 cuando Daniel Kahneman fue galardonado con el Premio Nobel Conmemorativo en Ciencias Económicas debido a que, junto a su compañero Amos Tversky que había fallecido en 1996, se destacaron por su desarrollo de la Teoría Prospectiva. Posteriormente, el reconocimiento académico se potenció aún más con dos premios Nobel adicionales; uno en 2013 a Eugene F. Fama, Robert J. Shiller y Lars Peter Hansen que recibieron el Premio Nobel Conmemorativo en Ciencias Económicas debido a que introdujeron en sus análisis los aspectos psicológicos que impactaban en el precio de los productos financieros, y otro en 2017 a Richard H. Thaler por sus contribuciones a la economía del comportamiento.

Esta rama de las finanzas surge principalmente debido a que gran parte de la inversión financiera involucra psicología y si los inversionistas pueden entender los aspectos psicológicos ligados a la toma de decisiones financieras, podrán evitar potenciales inconvenientes futuros.

Como afirma Valenzuela Villagra (2013), cuando ocurre una crisis financiera de tal envergadura como la crisis de las hipotecas sub-prime en 2008, una causa fundamental que está detrás de todo y que normalmente es dejada de lado, corresponde a la conducta humana, de la cual aún sabemos muy poco en profundidad, sobre todo en áreas como la economía y las finanzas, en las cuales se tiene un arsenal de teorías y modelos pero sólo destinados a ‘individuos racionales’. Con el objetivo de proponer una explicación más completa acerca de la manera en que toman decisiones los agentes económicos en condiciones de riesgo e incertidumbre, desde hace varias décadas fue tomando cada vez más fuerza en el mundo financiero esta nueva disciplina llamada ‘Finanzas del Comportamiento’, la cual, utilizando las vertientes de la economía, las finanzas y la psicología, se nutre de ellas e intenta explicar el comportamiento de los inversionistas que, en numerosas ocasiones, es contradictorio con la conducta racional que suponen los modelos económicos y financieros tradicionales.

El proceso de pensamiento humano no funciona como el de una computadora ya que, en lugar de eso, como afirman Kahneman y Tversky (1974), el cerebro humano procesa la información utilizando atajos y filtros emocionales. Estos procesos influyen la forma en la que se toman decisiones financieras, de tal manera que las personas a menudo actúan de forma aparentemente irracional, rutinariamente violan los conceptos tradicionales de aversión al riesgo y cometen errores previsibles en sus predicciones.

Estos problemas son omnipresentes en las decisiones de los inversionistas, los mercados financieros y el comportamiento gerencial corporativo. El impacto de estas decisiones financieras subóptimas tiene ramificaciones que afectan la eficiencia de los mercados de capitales, la riqueza de las personas y el desempeño de las corporaciones.

Las finanzas del comportamiento han logrado cerrar la brecha entre la teoría y práctica al considerar científicamente el comportamiento humano e introducirlo como una variable de vital importancia en la toma de decisiones bajo condiciones de riesgo e incertidumbre. Antes de que surgieran las finanzas del comportamiento, la investigación académica se había centrado en el escenario ideal de inversionistas completamente racionales en mercados eficientes, mientras que en la realidad se ven cotidianamente comportamientos irracionales por parte de los inversionistas sumado al hecho de que los mercados pueden volverse ineficientes durante un tiempo muy prolongado. Combinar la teoría y la práctica nos permite utilizar los hallazgos de las finanzas del comportamiento como elementos fundamentales de los servicios de asesoramiento, gestión de activos y desarrollo de productos financieros.

Percepción del riesgo por parte de los inversores

Dentro de las finanzas del comportamiento, posiblemente el área de mayor importancia sea la que se dedica al estudio de la percepción del riesgo por parte de los inversores, tanto novatos como expertos.

En el campo de las finanzas tradicionales, el área de la percepción de riesgo está liderada por la idea de que los inversores son racionales y por lo tanto sus juicios también.

En contraposición, las finanzas del comportamiento ofrecen la ‘teoría de decisión conductual’ según la cual los inversores toman decisiones en base a suposiciones que se han formado a través de sus experiencias pasadas pero siempre sujetas a una racionalidad limitada (Como sucede en el caso de la Teoría Prospectiva).

La percepción del riesgo es un proceso de decisión subjetivo que las personas realizan en base a evaluaciones de riesgo y al grado de incertidumbre de cada situación particular.

Las investigaciones en torno a la percepción del riesgo comenzaron cuando se descubrió que tanto los inversores novatos como los expertos repetidamente fallaban en ponerse de acuerdo acerca de los tipos y el nivel de riesgo presentes en diferentes tipos de situaciones, tecnologías e inversiones.

Entendemos por ‘Percepción’ el proceso por el cual un individuo busca clarificar la información sensorial que recibe ante una situación dada para poder tomar una decisión final basado en su nivel de experiencia y en su grado de conocimiento.

Dentro de las ciencias sociales, las investigaciones sobre percepción de riesgo han demostrado que un considerable número de factores cognitivos y emocionales influyen la percepción de riesgo de las personas ante la toma de decisiones no-financieras. Las investigaciones en finanzas del comportamiento han revelado que muchos de estos factores, tanto cognitivos (mentales) como afectivos (emocionales) se pueden aplicar al proceso de decisión relacionado a la manera en la que un inversor percibe el riesgo cuando se enfrenta ante la necesidad de elegir entre varios tipos de servicios financieros o instrumentos de inversión. Estos factores, que afectan la percepción del riesgo del individuo, serán explicados en posteriores secciones.

¿Qué se entiende por percepción del riesgo?

Desde la década de 1960 el tema de la percepción del riesgo ha sido empleado para explicar el comportamiento de los consumidores. En efecto, en el marco del comportamiento del consumidor, el riesgo percibido es el riesgo que el consumidor cree que existe ante una compra de bienes o servicios, sin importar si ese riesgo realmente existe o no.

El concepto de 'riesgo percibido' tiene una base sólida en el área del comportamiento del consumidor, la cual es bastante análoga a la disciplina de las finanzas del comportamiento (Es decir, hay similitudes con respecto a proceso de decisión que llevan adelante los consumidores y los inversores).

Bauer (1960) al notar el comportamiento de los consumidores, introduce la noción de riesgo percibido desde su propia perspectiva:

El comportamiento del consumidor involucra riesgo en el sentido de que cualquier acción de este producirá consecuencias que no podrá anticipar con absoluta certidumbre y muchas de ellas seguramente no serán agradables.

En última instancia, cualquier compra involucra recursos financieros del consumidor que podrían haberse utilizado en una amplia gama de alternativas de consumo. Desafortunadamente, en muchas ocasiones las decisiones de consumo conllevan un costo en las personas, tanto en frustración como en su autoestima, en su familia, en sus trabajos e incluso en sus vidas. Es inconcebible que el consumidor pueda considerar más que un puñado de posibles consecuencias para sus acciones y sería muy raro que pueda anticipar tan solo algunas de estas consecuencias con un cierto grado de certidumbre. Cuando se trata de compras que involucran una gran cantidad de artículos, la percepción del riesgo se vuelve aún más dificultosa (p. 24)

Cox y Rich (1964) proveen una definición más precisa de percepción de riesgo. Ellos dicen que el riesgo es una función de las consecuencias (el dinero puesto en riesgo por la decisión de compra) y la incertidumbre (La apreciación personal de incertidumbre subjetiva acerca de lo que la persona podría ganar o perder mediante esa transacción)

Los juicios humanos se forman en base a nuestros conocimientos, nuestro entendimiento y nuestras experiencias profesionales; a través de las investigaciones llevadas adelante en diferentes disciplinas es posible afirmar que el riesgo percibido tiene una mayor significancia que el riesgo 'real' dentro del proceso de toma de decisiones de los inversores.

La noción de 'riesgo percibido' tiene una fuerte presencia histórica y una amplia aplicación en varias áreas de negocios, tales como la contabilidad, el comportamiento del consumidor, el marketing y las finanzas del comportamiento. Estas disciplinas académicas intentan evaluar la manera en la que los sentimientos de las personas, sus valores y actitudes influyen sus reacciones ante el riesgo, sumadas a factores culturales y a los sesgos generados por su grupo de pertenencia.

Los individuos frecuentemente menosprecian el riesgo vinculado a ciertas actividades debido a su falta de información concreta. Sin información precisa o utilizando información incompleta, las personas tienen una alta probabilidad de tomar decisiones erróneas basadas en juicios incorrectos. Todos estos problemas han demostrado que una persona puede poseer más de un punto de vista con

respecto a la aceptación o posibilidad de realizar una actividad riesgosa dependiendo de qué factores de riesgo identificó durante el período de tiempo en el que evaluó dicha actividad. Por lo tanto es entendible que no podamos definir la percepción del riesgo como una simple medida estadística objetiva, como puede ser la desviación estándar de una distribución de probabilidad, aunque tampoco es correcto que la definamos en base a una perspectiva plenamente conductual. En su lugar, a la noción de ‘riesgo percibido’ es mejor abordada cuando la aproximación a ella se realiza mediante un enfoque interdisciplinario y multidimensional, tal como afirma Ricciardi (2004).

Cuando las personas toman decisiones relacionadas con instrumentos financieros, el proceso de toma de decisión incorpora tanto medidas de percepción de riesgo utilizadas en las finanzas tradicionales como indicadores de riesgo utilizados en las finanzas del comportamiento (Ricciardi, 2004).

Weber (2004) ha ofrecido su propia perspectiva acerca de la percepción del riesgo:

En primer lugar, el riesgo percibido es principalmente subjetivo. Es decir, el comportamiento de los inversores está conducido por su percepción del riesgo ante una inversión. En segundo lugar, la percepción del riesgo, al igual que otros tipos de percepciones, es relativa. Tal parece que estamos predispuestos a realizar siempre evaluaciones relativas en lugar de absolutas. Las evaluaciones relativas requieren siempre de comparaciones y dichas comparaciones se realizan aunque la situación amerite un abordaje absoluto y racional. (p. 172)

La percepción del riesgo es un atributo distintivo de cada persona en el sentido de que una situación puede ser percibida como ‘muy riesgosa’ por una persona mientras que puede ser percibida como ‘poco riesgosa’ por otra. El riesgo es un aspecto cotidiano de nuestras vidas, la idea de que existan situaciones ‘libres de riesgo’ o ‘sin grado de incertidumbre’ es irreal. La percepción del riesgo es la manera en la que las personas ‘se sienten’ frente a una situación peligrosa o potencialmente adversa. Dicha percepción intenta explicar la evaluación que realiza la persona de una situación riesgosa sobre la base de su intuición, conocimiento e información recibida desde el contexto. Sitkin y Weingart (1995) definen la percepción del riesgo como la valoración individual acerca de las características de una situación riesgosa en términos de probabilidades, de grados de incertidumbre, el grado de control que se tiene con respecto a la incertidumbre y el grado de confianza que se tiene con respecto a las estimaciones.

Falconer (2002) también da su punto de vista cuando afirma que a pesar de que se utiliza el término ‘percepción de riesgo’ como medida de la forma en que las personas reaccionan ante diferentes situaciones riesgosas, lo cierto es que es más realista decir que las personas reaccionan ante aquello que consideran ‘peligroso’, es decir, que consideran que les puede infringir un daño, ya sea financiero, físico, emocional, etc. Existe una enorme cantidad de casos en la historia en los que las personas no reaccionaron ante una situación riesgosa debido a que no la consideraron ‘peligrosa’ o subestimaron la posibilidad de que dicha situación pudiera infringirles un daño, ya sea físico, emocional o financiero. Cuando la persona reacciona ante una situación que considera riesgosa, lo hace en base a un sistema de valores que es diferente para cada ser humano.

MacCrimmon y Wehrung (1988), especializados en el área de la gestión empresarial, definen la percepción del riesgo en base a tres categorías:

1. La 'cantidad' que se puede perder
2. La 'probabilidad' de que se pierda
3. La 'exposición' ante la pérdida

Pero esencialmente opinan, al igual que los demás, que la percepción del riesgo es, en última instancia, una opinión personal acerca de la probabilidad de riesgo (la potencial exposición a la pérdida, peligro o daño) asociada a una actividad específica.

Renn (1990) provee una definición según la cual, el riesgo percibido por un individuo es función de las siguientes ocho variables:

1. Heurísticas (atajos mentales), anclajes mentales, exceso de confianza.
2. Promedio de pérdidas percibidas en el pasado.
3. Características de la situación riesgosa y posibles consecuencias en caso de que el riesgo se materialice.
4. Relación con las posibles fuentes de riesgos.
5. Credibilidad y confianza en las instituciones encargadas de manejar el riesgo (Calificadoras de riesgo, aseguradoras).
6. Cobertura promedio ante el riesgo.
7. Opiniones de los demás (grupos de referencia).
8. Experiencia personal con respecto al mismo tipo de riesgo (familiaridad).

¿Qué es la percepción?

Las investigaciones en el campo del comportamiento organizacional arrojan dos puntos de vista con respecto al concepto de percepción:

1. Es una interpretación personal de una situación, no un registro exacto de la misma. La percepción es un proceso cognitivo muy complejo que produce una imagen única del mundo, la cual puede llegar a ser muy diferente a la realidad (Luthans, 1998).
2. Es la selección y organización de estímulos provenientes del exterior y que producen una experiencia significativa para el individuo. Es un proceso psicológico en el cual la persona toma información de su medio ambiente y le da un significado en su propio mundo personal (Hellriegel, Slocum y Woodman, 1989).

Como afirma Ricciardi (2008), en el campo de las finanzas, las investigaciones se enfocan principalmente en las siguientes características de la percepción:

- La percepción de una persona está basada en su experiencia pasada con respecto a eventos, situaciones y actividades similares.
- Diferentes personas se enfocarán en diferentes aspectos de una misma situación
- Las personas tienen la habilidad de procesar solamente un número limitado de hechos y piezas de información al mismo tiempo.
- Es inherente a la naturaleza humana que el cerebro tiende a organizar la información de tal manera que tenga sentido (Tenemos la tendencia a hacer que los nuevos sucesos que

experimentamos se ajusten a nuestro entendimiento actual y a los conocimientos que actualmente poseemos).

- Un estímulo que no es percibido por una persona no tiene influencia (efecto) en su comportamiento mientras que un estímulo que la persona considere como auténtico, aunque sea inexistente o irreal, tendrá efecto en su manera de actuar.
- Aquello que una persona crea que percibió, puede no ser cierto.
- El comportamiento de una persona está basado en su percepción de la realidad y no de la realidad en sí.
- La percepción es un proceso activo de toma de decisiones cuyos resultados pueden ser diferentes para cada persona e incluso opuestos a pesar de que se esté percibiendo el mismo evento, situación o actividad.

Análisis y toma de decisiones: De acuerdo con las investigaciones académicas, ¿De qué manera toman decisiones los inversores?

La literatura financiera tiene dos importantes puntos de vista en relación a la manera en la que los inversores, ya sean pequeños o institucionales, procesan la información:

1. De acuerdo con las finanzas tradicionales, los inversores toman decisiones en base a los supuestos de la hipótesis de Mercados Eficientes.
2. De acuerdo con las finanzas del comportamiento, las personas toman decisiones influenciadas por heurísticas, factores cognitivos y los aspectos emocionales de su personalidad.

Finanzas Tradicionales: Hipótesis de Mercados Eficientes

Desde la década de 1960, la hipótesis de mercados eficientes ha sido una de las teorías más importantes de las finanzas tradicionales (Ricciardi, 2004). La premisa central de esta teoría es que los mercados financieros son eficientes en el sentido de que los inversores que operan en estos mercados procesan la información instantáneamente y que los precios de las acciones reflejan completamente toda la información existente (Fama, 1965a, 1965b).

La siguiente es una breve descripción de cada uno de los tres diferentes tipos de mercados eficientes:

Forma débil: El mercado es eficiente con respecto a la historia de los precios del mercado y toda la información referente a dicha historia se encuentra completamente reflejada en los precios de las acciones.

Forma semifuerte: El mercado es eficiente en el sentido de que toda la información pública disponible está completamente reflejada en los precios.

Forma fuerte: El mercado es eficiente en el sentido de que toda la información existente está completamente reflejada en los precios.

Nichols (1993), refiriéndose a la hipótesis de mercados eficientes, afirma que en los trabajos de Fama están implícitas dos importantes ideas: en primer lugar, que los inversores son racionales y en segundo lugar que los inversores racionales realizan compras y ventas en base a nueva información y no en base a intuición. En otras palabras, los mercados están compuestos por inversores que poseen completa información y toman decisiones racionales con el objetivo de maximizar la utilidad esperada.

La teoría financiera tradicional está basada en la idea de que los inversores son racionales en lo que concierne a sus decisiones de inversión. Ya sea entre los estudiantes o entre los expertos en finanzas, prevalece la idea de que los inversores toman decisiones en base a toda la información que tienen disponible y de acuerdo a los principios de la Hipótesis de Mercados Eficientes. Por ejemplo: una persona utiliza una herramienta específica de inversión, como puede ser la valuación de acciones y la utiliza de manera sistemática (Por ejemplo: a través de un modelo como el CAPM) y racional. En última instancia, su objetivo siempre será maximizar su bienestar financiero. Los adeptos a la teoría de mercados eficientes dirán que es inútil la aplicación de ciertas técnicas o estilos de inversión debido a que los conocimientos de los expertos y las expectativas de los inversores ya se encuentran reflejados en algunas acciones o incluso en el mercado en general. Por lo tanto, es irreal pensar que los inversores desperdiciarán su valioso tiempo intentando ‘ganarle al mercado’.

A pesar de eso, expertos en finanzas y académicos aplicados a las finanzas del comportamiento han sugerido que, constantemente pero de manera temporal, surgen ineficiencias en los mercados (Por ejemplo: el ‘efecto enero’ que consiste en afirmar que durante los últimos días del mes de diciembre la cotización de las empresas en Bolsa tiende a bajar, produciéndose en el mes de enero rentabilidades anormalmente elevadas respecto a las del resto del año).

Estas ineficiencias, aunque sean temporales, pueden tener consecuencias muy importantes:

- En primer lugar, la idea de que existen anomalías en los mercados deja la puerta abierta a que existan oportunidades de arbitraje. Si los inversores creen que el mercado puede haberse vuelto ineficiente, se sentirán tentados a buscar oportunidades de arbitraje y a utilizar estilos de inversión activa como el análisis técnico.
- En segundo lugar, si existen ineficiencias en los mercados, eso implica que los inversores a veces toman decisiones de inversión de manera irracional o emiten juicios que no cumplen con el supuesto de racionalidad.

Por lo tanto, esto demostraría que las personas son influenciadas por diferentes tipos de procesos cognitivos y factores emocionales. Este tipo de comportamientos, en conjunto con las ineficiencias de los mercados, podrían tener las siguientes consecuencias:

1. La percepción de los inversores está influenciada por su opinión actual acerca del riesgo involucrado en la inversión en una acción o mercado particular.
2. Las personas se equivocan a la hora de buscar y determinar cuál es la inversión que más les va a beneficiar, ya sea una acción, un bono o un fondo común de inversión.

Finanzas del Comportamiento: La importancia de la sobrecarga de información y el rol de los factores cognitivos

La pregunta que debe hacerse con respecto a los supuestos de la hipótesis de mercados eficientes es: ¿Procesan los inversores la información de manera lógica, eficiente, clara y apropiada? Statman (2005) afirma que los inversores nunca han sido racionales como afirman las finanzas tradicionales sino que han sido ‘normales’ en 1945 y continúan siendo ‘normales’ el día de hoy.

A medida que la humanidad ha ido ingresando en la ‘era de la información’, los inversores individuales y profesionales se han visto abrumados por una enorme cantidad de información disponible y por una abundante cantidad de alternativas de inversión gracias al avance de las tecnologías de la información e Internet. En el caso de los inversores, existe una relación directa entre sesgos cognitivos y heurísticas expuestos por las finanzas del comportamiento y los problemas ocasionados por la sobrecarga de información.

La ‘sobrecarga de información’ ocurre cuando el procesamiento de la información requiere de la persona una cantidad de tiempo y una capacidad de cálculo que excede sus capacidades y la cantidad de tiempo que la misma tiene disponible (Schick, Gordon, and Haka, 1990, p. 199).

Existe una intensa literatura académica que demuestra que las personas pueden verse abrumadas por la información disponible y tomar peores decisiones a pesar de contar con más información. Hay estudios que demuestran que cuando las personas se enfrentan a tareas complicadas, como aquellas que involucran una gran cantidad de información, tienden a adoptar estrategias de decisión simplificadas que requieren menos esfuerzo cognitivo pero son menos precisas que las estrategias de decisión más complejas.

Las finanzas del comportamiento se focalizan en estudiar las teorías y conceptos que tienen influencia en la percepción del riesgo y en el proceso de toma de decisiones de los inversores. Los conceptos estudiados incluyen factores conocidos como ‘sesgos cognitivos’ o ‘errores mentales’ (Ricciardi, 2004).

Aquellos que se dedican al campo de las finanzas del comportamiento estudian la manera en la que los inversores piensan a la hora de tomar sus decisiones de inversión e identifican los errores que cometen dichos inversores a la hora de interpretar la información financiera que tienen disponible. En definitiva, las decisiones de inversión que involucran riesgo frecuentemente se alejan del supuesto de racionalidad que defienden las finanzas tradicionales y en su lugar se adhieren más a las ideas expuestas por las finanzas del comportamiento quienes afirman que los inversores solo cuentan con una ‘racionalidad limitada’.

Finanzas y decisiones de inversión: Problemas relacionados a la Racionalidad

La idea de racionalidad en el proceso de toma de decisiones financieras y de inversión ha sido la piedra angular de las finanzas tradicionales desde 1960. La literatura financiera tradicional se desarrolló durante décadas bajo la noción de racionalidad en la cual los individuos tomaban decisiones financieras y de inversión de manera lógica y coherente con la razón. Por el contrario, los investigadores en finanzas del comportamiento sostienen que el proceso de toma de decisiones de los inversores se realiza en un contexto de racionalidad limitada, limitaciones cognitivas, heurísticas y emociones, siendo todos estos aspectos una parte central de sus trabajos de investigación.

Curtis (2004) da su opinión acerca de ambas corrientes de pensamiento afirmando que la teoría moderna de portafolio ha sido el mayor avance que se ha tenido con respecto al entendimiento de la

manera en la que los mercados de capitales realmente operan, mientras que las finanzas del comportamiento ofrecen las mejores ideas acerca de cómo los inversores realmente se comportan. De acuerdo con la teoría de decisión clásica, los inversores toman decisiones dentro de un claro y definido conjunto de circunstancias, conocen todas las posibles alternativas, sus consecuencias y en base a eso eligen la solución óptima.

La disciplina de las finanzas tradicionales ha avanzado y florecido en base a cuatro premisas relacionadas con el comportamiento racional del inversor:

1. Los inversores toman decisiones de manera racional (óptima).
2. Los inversores tienen el objetivo de maximizar su riqueza.
3. Los individuos no tienen sesgos con respecto a sus expectativas acerca del futuro (Expectativas racionales).
4. Los individuos actúan en base a sus propios (y mejores) intereses.

La teoría de decisión clásica a menudo es descrita como el modelo básico que explica cómo los inversores procesan la información y toman sus decisiones de inversión.

De acuerdo con Statman (1999) un aspecto atractivo de las finanzas tradicionales es que utiliza una cantidad mínima de herramientas en su intento por dar respuesta a todos los interrogantes de las finanzas. Por lo tanto, evocando el concepto de racionalidad, los investigadores en finanzas tradicionales han sido capaces de crear teorías influyentes como la ‘teoría moderna de portafolio’ y la ‘hipótesis de mercados eficientes’. Al mismo tiempo, estos mismos investigadores han sido capaces de desarrollar herramientas efectivas para el análisis de riesgo e inversiones tales como la ‘teoría de arbitraje’, el ‘modelo de valuación de activos de capital’ (CAPM) y el ‘modelo de valuación de opciones de Black-Scholes’ con el cual los inversores pueden valorar productos securitizados y realizar análisis en un intento por predecir el riesgo y retorno esperados de una inversión específica.

Psicólogos pertenecientes a la rama de la psicología conductual y experimental han afirmado que los supuestos básicos de la teoría de decisión clásica son incorrectos debido a que los individuos a menudo actúan de una manera irracional. De acuerdo con los supuestos de la teoría de decisión conductual perteneciente a las finanzas del comportamiento, los inversores toman decisiones con respecto a problemas que no están claramente definidos, tienen un conocimiento limitado con respecto a todos los resultados posibles y sus consecuencias; y en base a ello eligen una alternativa que los satisfaga, la cual, no necesariamente será la mejor desde el punto de vista racional. Las disciplinas denominadas ‘economía del comportamiento’ y ‘finanzas del comportamiento’ fueron fundadas en base al principio de racionalidad limitada expuesto por Simon (1956) según el cual una persona utiliza una versión modificada de la ‘elección racional’, la cual utiliza una cantidad de conocimiento limitada, comete errores cognitivos y es afectada por factores emocionales.

Perspectiva de las finanzas tradicionales: Teoría de decisión clásica

Dentro del campo de las finanzas y la economía hay todavía un constante debate con respecto al supuesto de racionalidad. Como se dijo anteriormente, la economía y las finanzas tradicionales están basadas en el modelo clásico de racionalidad de los factores económicos. Por lo general, las finanzas

tradicionales asumen que todos los individuos son ‘maximizadores de riqueza’, en otras palabras, un inversor es considerado racional si en una inversión selecciona la opción más conveniente, definida como la opción que maximiza la ganancia del individuo o una función de utilidad.

Se asume que este inversor racional desea maximizar sus ganancias, posee completo conocimiento de la situación y actúa guiado por sus propios intereses en la búsqueda de su bienestar económico. Más aún, el comportamiento racional es descrito por el modelo clásico como un proceso de decisión ‘bien-estructurado’ basado en la maximización de la utilidad, una exhaustiva búsqueda de toda la información disponible y un profundo análisis de todas las alternativas posibles.

La teoría de decisión clásica supone que una persona toma decisiones sistemáticas y bien informadas, las cuales se hacen en la búsqueda de su propio interés, todo eso dentro de un marco de completa certidumbre.

March y Shapira (1987) afirman que en la teoría de decisión clásica el riesgo está comúnmente relacionado con la dispersión de todos aquellos resultados posibles, sus probabilidades y sus valores subjetivos. El riesgo es medido por no-linealidades en la utilidad esperada del dinero o por la varianza de la distribución de probabilidad de las ganancias y pérdidas asociadas con una alternativa de inversión en particular.

Bajo los principios del pensamiento racional, se asume que los inversores poseen las habilidades para predecir y considerar todos los errores posibles en los que ellos mismos puedan incurrir al seleccionar una alternativa de inversión, lo cual prácticamente les otorga un grado de precisión en su pensamiento comparable al de las computadoras. La racionalidad sugiere que los individuos, empresas y mercados son capaces de predecir sin sesgos los eventos futuros, teniendo acceso total a toda la información relevante en el momento en el que la decisión se toma. Una persona no puede seleccionar un curso de acción que no esté incluido dentro de las alternativas posibles y no puede tener en cuenta información que es desconocida.

Aquellos que se desenvuelven en el campo de las finanzas tradicionales asumen que el inversor tiene un comportamiento racional a través del cual intenta maximizar una función de utilidad objetiva, bajo un conjunto de restricciones y en un mundo de mercados perfectos. Las bases fijadas por el trabajo de Savage (1954) se focalizan en la utilidad esperada, la cual es un aspecto central de la teoría neoclásica de comportamiento económico racional.

Según esta teoría, las decisiones son tomadas siguiendo estas tres suposiciones:

1. Dentro de una colección predeterminada de parámetros y resultados objetivos.
2. Teniendo un conocimiento (subjetivo) de las distribuciones de probabilidad de cada alternativa posible.
3. Maximizando el valor esperado de una función de utilidad.

El enfoque óptimo del proceso de decisión financiera pone énfasis en la racionalidad como una de las bases de la teoría financiera tradicional y de modelos como la hipótesis de mercados eficientes, la teoría moderna de portafolio, el modelo de valuación de activos de capital (CAPM) y el modelo de dividendos descontado. Estas teorías y conceptos están basados en la idea de que los inversores se comportan de manera racional, predecible y no-sesgada. Ricciardi y Simon (2000) proveen su propio punto de vista acerca del proceso de decisión cuando afirman que las decisiones de inversión, ya sean respecto a una acción individual o a un portafolio completo, se realizan con el objetivo de maximizar las ganancias asumiendo el menor nivel de riesgo posible. Los inversores racionales sólo

podrán tomar decisiones de inversión (Comprar, Vender o Mantener) de una manera lógica y sistemática luego de que hayan aplicado algún método de inversión aceptado, como puede ser la teoría de portafolio de Markowitz.

Se asume que los inversores siempre utilizarán técnicas de inversión convencionales o modelos financieros que han demostrado ser efectivos a lo largo de la historia.

Perspectiva de las finanzas del comportamiento: Teoría de decisión conductual

Las finanzas del comportamiento se separan de las finanzas tradicionales en el sentido de que el supuesto de racionalidad de los agentes económicos deja de ser una pieza central de sus teorías y modelos. Una de las alternativas propuestas por las finanzas del comportamiento es la teoría de decisión conductual, la cual posee un extenso historial académico dentro de las ciencias sociales, tales como la psicología cognitiva y experimental, proveyendo un modelo mucho más realista y descriptivo del comportamiento humano. La base de esta teoría dice que las personas sistemáticamente violan el principio de racionalidad perteneciente a la economía y finanzas tradicionales.

Las violaciones observadas se producen a través de:

1. Errores de cálculo, subestimación o sobreestimación de las probabilidades.
2. Tomar decisiones entre diferentes alternativas basándose en factores no-económicos y no-financieros.

La teoría de decisión conductual explica cómo los factores humanos de la toma de decisiones afectan a las personas. Estos factores humanos dan como resultado la existencia de errores comunes y sistemáticos que resultan en un alejamiento del comportamiento racional por parte de los inversores individuales y profesionales. Para decirlo brevemente, el comportamiento del inversor está influenciado por lo que él o ella perciben en una situación dada, evento o circunstancia. Por esta razón, uno de los aspectos más importantes de esta teoría es el rol que juega la 'racionalidad limitada', la cual afirma que, a la hora de invertir, los inversores están limitados por sus valores, emociones, reflejos inconscientes, habilidades y hábitos, según identificó Simon (1947, 1956, 1997). En efecto, el concepto de 'racionalidad limitada' afirma que la racionalidad de los inversores en temas económicos y financieros tiene sus limitaciones, especialmente en lo concerniente al proceso de toma de decisiones en un contexto de riesgo e incertidumbre.

De acuerdo con la teoría de decisión conductual, a la hora de tomar decisiones un inversor muestra sesgos cognitivos, heurísticas (atajos) y factores emocionales, siendo estos, aspectos importantes que han sido ignorados por el supuesto de racionalidad que subyace a la teoría clásica de decisión financiera. Shefrin (2000) clarifica la diferencia entre los errores cognitivos y emocionales al afirmar que los aspectos cognitivos se relacionan con la manera en la que las personas organizan la información mientras que los aspectos emocionales se relacionan con la manera en la que las personas se *sienten* acerca de la información que tienen registrada.

Olsen (2001) ofreció su propia perspectiva acerca del proceso de toma de decisiones definido por las finanzas del comportamiento:

- Las preferencias de los inversores son multifacéticas, abiertas al cambio y habitualmente formadas durante el propio proceso de toma de decisiones.
- Los inversores son ‘satisfaceadores’ y no ‘optimizadores’
- Los inversores son adaptativos en el sentido de que la naturaleza de la decisión y el entorno dentro del cual se realiza influyen en el proceso a utilizar.
- Los inversores están neurológicamente predispuestos a incorporar emociones dentro del proceso de toma de decisiones.

Las finanzas del comportamiento se basan en el supuesto de que los inversores habitualmente son irracionales o simplemente semi-racionales, de acuerdo a lo que afirma Thaler (1994). Ellos habitualmente son inconsistentes en relación a la estricta racionalidad que exigen las teorías y los conceptos expuestos por las finanzas tradicionales. El juicio de los inversores está afectado por factores externos e internos, tales como:

1. El comportamiento de otros inversores o grupos que se desenvuelven dentro del mercado (Por ejemplo: Comportamiento de manada o rebaño).
2. Las connotaciones favorables o desfavorables que se tengan con respecto a los recuerdos de anteriores decisiones financieras o de inversión (Esto depende de si el resultado final de la decisión fue una ganancia o una pérdida).

Una premisa muy arraigada en las finanzas del comportamiento es la que afirma que los inversores toman decisiones de acuerdo a la teoría prospectiva (a explicarse detalladamente más adelante) la cual pone el énfasis en el hecho de que existen sesgos duraderos en el comportamiento de los individuos debido a procesos cognitivos y emocionales que influyen en las decisiones que toman cuando se enfrentan a situaciones de riesgo e incertidumbre.

Schwartz (1998) afirma que la teoría prospectiva parte de la premisa de que el inversor valora los resultados de su inversión en términos de pérdidas y ganancias establecidas en base a un punto de referencia específico (habitualmente el precio de compra) en lugar de hacerlo en base a un valor final dentro del contexto de un portafolio.

Bernstein (1997) ha comentado que la teoría prospectiva descubrió patrones de comportamiento que nunca habían sido tenidos en cuenta por los defensores de la teoría de decisión tradicional. En primer lugar, las emociones destruyen el autocontrol, el cual es esencial en el proceso racional de toma de decisiones. En segundo lugar, las personas son incapaces de entender completamente aquello a lo que se están enfrentando.

Los inversores se desenvuelven en un mundo en el que se sienten excesivamente confiados, odian perder dinero y ocasionalmente se vuelven excesivamente codiciosos, aunque todo esto, a menudo lo hacen de una manera muy predecible. Los inversores, a lo largo de los años, han puesto de manifiesto que poseen sentimientos de ‘naturaleza cínica’ tales como miedo, preocupación y procrastinación, mientras que también han revelado que en ocasiones poseen un ‘estado mental esperanzador’ de placer, felicidad y grandiosidad.

El ganador del premio Nobel de Economía en 1948 Herbert Simon ha criticado la disciplina de las finanzas tradicionales por su dependencia y apoyo al supuesto de racionalidad dentro de sus teorías

y modelos. En 1947 expuso una extensa crítica acerca de los límites de la racionalidad debido a que no concuerda con el comportamiento real de los inversores, al menos en tres aspectos:

1. La racionalidad requiere un completo conocimiento y una anticipación de las consecuencias ligadas a cada alternativa. En la realidad se observa que el conocimiento de las consecuencias está siempre fragmentado y es incompleto.
2. Debido a que las consecuencias de los actos yacen en el imaginario futuro, se debe suplir la falta de certezas otorgándole un valor subjetivo a cada una de ellas. Ahora bien, esas consecuencias sólo pueden anticiparse de manera imperfecta y por lo tanto, también será imperfecta la asignación de valores.
3. La racionalidad requiere elegir entre todas las alternativas posibles, pero en las situaciones reales solamente algunas de las alternativas posibles vienen a la mente del inversor (Simon, 1947).

Posteriormente, Simon (1956) rechazó los modelos racionales de decisión debido a que ignoraban las limitaciones de los inversores, sobre todo las limitaciones cognitivas y relacionadas con el tiempo. En la década del 50, desarrolló el concepto de ‘racionalidad limitada’ que exploró los aspectos psicológicos que influyen en el proceso de toma de decisiones financieras y económicas. Kaufman, Lewin, Mincer y Cummings (1989) brindaron una descripción más realista y práctica del comportamiento humano en las inversiones afirmando que las personas habitualmente no intentan maximizar sino que, en su lugar, seleccionan la primer alternativa que satisface su nivel de aspiración y debido a que hay grandes limitaciones con respecto a la información y el conocimiento de cada resultado posible, las personas actúan sobre la base de una simplificada y mal-estructurada abstracción del mundo real, una abstracción que está influenciada por las percepciones personales y las experiencias pasadas.

El trabajo de Simon está focalizado en la idea de que el inversor, durante la toma de decisiones, posee información limitada y no siempre busca la mejor opción potencial debido a sus recursos limitados e inclinaciones personales. Concretamente, un inversor busca generalmente satisfacer una expectativa de ganancia financiera en lugar de maximizarla, a veces aceptando una alternativa de inversión satisfactoria en lugar de la opción óptima (Es decir, maximizar las ganancias y minimizar las pérdidas). En lugar de maximizar la utilidad esperada, Simon afirma que los inversores intentan buscar respuestas a través de la ‘satisfacción’, que según Gigerenzer y Todd (1999) se define como un método por el cual se selecciona una opción de un conjunto de alternativas, las cuales se analizan de manera secuencial cuando el inversor no sabe demasiado acerca de todas las alternativas posibles. La satisfacción consiste en establecer un nivel de aspiración ajustable y finalizar la búsqueda de alternativas tan pronto como se encuentre una opción que exceda el nivel de aspiración. En tales situaciones, puede que no se llegue a una situación óptima debido a que el inversor deja de buscar alternativas nuevas antes de examinarlas a todas.

Los modelos académicos de toma de decisiones necesitan tomar en cuenta las limitaciones que tienen los inversores con respecto al conocimiento total de los aspectos que envuelven a la toma de decisiones en sí.

Posteriormente investigaciones extendieron y profundizaron las ideas expuestas por Simon acerca de la ‘racionalidad limitada’ afirmando que en el proceso de toma de decisiones complejas, los inversores

se sentían inclinados a utilizar heurísticas (Atajos) de tal manera de llegar más rápido a conclusiones y actuar. Estas ideas luego fueron complementadas por Kahneman y Tversky (1974).

Payne, Bettman y Johnson (1993) afirmaron que los inversores habitualmente utilizan estrategias de decisión simples con el objetivo de reducir el conjunto de alternativas posibles en lugar de utilizar aproximaciones multifacéticas y estrategias más abarcativas. Estas divergencias con respecto a la teoría de decisión clásica y al supuesto de racionalidad de los agentes económicos son demasiado evidentes en términos de la enorme cantidad de elementos que influyen la manera en la que un inversor percibe el riesgo, tales como heurísticas, sobreconfianza, la teoría prospectiva, la influencia de la aversión a la pérdida, el concepto de representatividad, problemas de encuadre, anclaje, sesgo de familiaridad, el factor del control percibido, los problemas del conocimiento experto y el rol de las emociones.

En resumen, Hirshleifer (2001) describe de manera notable la extensa discusión que existe entre ambas escuelas de finanzas con respecto al supuesto de racionalidad en las teorías y modelos financieros. Haciendo un análisis profundo concluyó que aún existe debilidad en los argumentos expuestos por ambas escuelas de finanzas y por lo tanto, el debate aún no está cerrado.

La siguiente lista expone las críticas más recurrentes que se le han hecho al concepto de racionalidad defendido por las finanzas tradicionales:

- El concepto de racionalidad en la teoría financiera tradicional supone que los inversores tienen una capacidad de cálculo imposible de ver en el mundo real.
- Los juicios y opiniones que emiten los inversores se suponen objetivos y dentro de parámetros cuantitativamente aceptados, lo cual es incorrecto.
- Tanto los inversores irracionales como los mercados de capitales ineficientes existen y no son eliminados mediante arbitraje.
- Existen inversores que han tomado decisiones de acuerdo al concepto de ‘racionalidad limitada’, las cuales son más arriesgadas que las que tomaría un inversor racional pero cuyo resultado ha sido un notable aumento de su riqueza.
- Existen inversores con un alto grado de conocimiento y experiencia que continúan tomando malas decisiones de inversión.

La siguiente lista expone las críticas más recurrentes que se le han hecho al abordaje que realizan las finanzas del comportamiento del concepto de racionalidad:

- Los llamados ‘sesgos conductuales’ (heurísticas, limitaciones cognitivas) aún no tienen validez científica.
- Los experimentos de laboratorio que se han realizado para probar las ideas de las finanzas del comportamiento aún no han dado resultados significativos.
- Tanto los inversores irracionales como los mercados de capitales ineficientes son eliminados mediante arbitraje, tarde o temprano.
- Los inversores cuyo comportamiento se ajusta al supuesto de racionalidad toman mejores decisiones y adquieren mayores riquezas.
- Los inversores cuyo comportamiento aún presenta errores de juicio, lograrán con el paso del tiempo y sus experiencias personales obtener las habilidades necesarias para tomar mejores decisiones en el futuro.

¿Cuáles son las principales teorías y conceptos de las finanzas del comportamiento que influyen la percepción del riesgo de los inversores?

Rohrmann (1999) agrupó la investigación acerca de la percepción del riesgo en seis problemas principales:

1. Problemas de aceptación del riesgo por parte de los individuos.
2. Los aspectos fundamentales de la manera en la que los inversores procesan la información (Es decir, la influencia de las heurísticas y los sesgos).
3. La conexión existente entre el riesgo percibido y el riesgo real para diferentes categorías de situaciones riesgosas y actividades.
4. Los problemas derivados de los rasgos de la personalidad de los inversores.
5. La utilización de información estadística en actividades riesgosas para desarrollar posteriormente programas de capacitación acerca del riesgo inherente a las actividades de inversión.
6. El rol central de los factores culturales, sobre todo entre inversores de diferentes países y edades.

A continuación se detallarán las características de los principales conceptos, pertenecientes a las finanzas del comportamiento, que se ocupan de explicar la manera en la que los inversores perciben el riesgo.

Heurísticas

Kahneman, Slovic y Tversky (1982) notaron que cuando las personas se enfrentaban a toma de decisiones en situaciones complejas, como las que requerían la utilización de información estadística o en las que disponían de información incompleta, un importante número de personas utilizaban heurísticas para reducir el proceso de toma de decisiones, que en un principio era complejo, a una simple tarea.

Las heurísticas son reglas generales y simples que una persona emplea para resolver problemas bajo condiciones de alto riesgo y alto grado de incertidumbre. Todos nosotros tenemos un repertorio de estas estrategias basadas en fragmentos de conocimiento que hemos ido recolectando, reglas que hemos aprendido o hipótesis que nos han funcionado en el pasado. Estas estrategias, conocidas como heurísticas, son ‘atajos’ o ‘reglas de pulgar’ como suelen llamarse en inglés a aquellos principios o criterios de amplia aplicación que no necesariamente son precisos y fiables en toda situación. Establecen una especie de fórmula u observación generalmente aceptada como conocimiento práctico basado en la experiencia pero, sin embargo, no son consideradas como una verdadera proposición científica. Más aún, las heurísticas son ‘herramientas cognitivas’ que tienen el objetivo de reducir el tiempo empleado en el proceso de toma de decisiones, tanto para el inversor individual como para el profesional. Según Ricciardi y Simon (2001) las heurísticas suelen derivar de nuestra experiencia pasada que hemos obtenido cuando debimos actuar rápido pero asumiendo un riesgo mayor de ir en la dirección equivocada o de introducir sesgos que provoquen una sobreestimación o una subestimación del resultado real.

Un inversor utiliza heurísticas cuando se enfrenta a un marco temporal estrecho para tomar una decisión que involucra valorar alternativas de inversión complejas o diferentes estadios financieros. Eventualmente, estos procesos mentales (heurísticas) derivan en un inversor cometiendo errores de inversión basados en sus juicios intuitivos.

Plous (1993) afirmó que es más fácil estimar qué tan probable es un resultado utilizando heurísticas que haciendo un recuento de cada ocurrencia pasada de dicho resultado y dividiendo la cantidad de ocurrencias por el número total de resultados posibles. En la mayoría de los casos, una aproximación ‘brusca’ y poco exhaustiva suele ser suficiente debido a que los inversores tienden a ser ‘satisfechos’ en lugar de ‘optimizadores’.

De entre todos los tipos de heurísticas posibles, existen dos que suelen ser las más utilizadas por los inversores. Debido a eso, voy a detallarlas en profundidad.

Heurística de disponibilidad

Esta heurística es utilizada con el objetivo de juzgar la probabilidad de que un evento ocurra. Los resultados de diferentes eventos han evidenciado que los inversores tienden a estar sesgados por la información que es más fácil de obtener e influenciados por la información que es más intensa, bien publicitada o reciente.

Una persona que emplea la heurística de disponibilidad juzgará el grado de riesgo de una actividad como alto si existen ejemplos de ese alto riesgo que sean fáciles de recordar o visualizar. Posiblemente sean ejemplos aislados que no representen en absoluto el riesgo real de la actividad, pero el hecho de que sean fáciles de recordar o que la información sea fácilmente accesible para los inversores puede sesgar la percepción del riesgo y llevar a dichos inversores a sobre-estimar el riesgo de dicha actividad.

Más aún, la heurística de disponibilidad nos dice que hay una tendencia natural por parte de los inversores a formar sus decisiones basándose en información que es fácilmente accesible por ellos.

Los principales hechos que tienden a provocar que los inversores utilicen este tipo de heurística son los siguientes:

1. Actividades que inducen emociones
2. Tareas que son intensamente complejas
3. Hechos que han ocurrido en el pasado reciente y que por lo tanto tienen una propensión a ser más accesibles por parte de nuestra memoria reciente

Schwartz (1998) describe la heurística de disponibilidad de la siguiente manera:

Los sesgos pueden aparecer debido a la facilidad con la que ciertos hechos del pasado pueden ser traídos a la memoria y afectar nuestro juicio asignándoles una importancia mayor a la que en realidad tienen. Esto lleva a una sobre-estimación de la probabilidad de ocurrencia de aquellos eventos muy dramáticos, muy publicitados o muy recientes mientras que se subestima la probabilidad de ocurrencia de aquellos eventos menos recientes, menos dramáticos y menos publicitados. Un ejemplo claro del sesgo de disponibilidad es la creencia de muchas personas acerca de que los

homicidios (frecuentemente vistos en medios de comunicación) son más comunes que los suicidios, siendo que en realidad, estos últimos son más frecuentes.

Otro ejemplo de aplicación de la heurística de disponibilidad es la enorme cantidad de personas que manifiestan un grado de ansiedad mucho mayor al viajar en avión que al viajar en automóvil. Estos altos grados de ansiedad o miedo que tienen muchas personas al viajar en avión ocurren en parte debido a la extensa cobertura mediática que suele dedicársele a los accidentes aéreos y que, en última instancia, incrementan la percepción del riesgo que tienen las personas a viajar en avión, mientras que continúan sintiéndose seguros al viajar en automóvil. Esto último se debe a que las personas sienten que si ellos manejan su automóvil están en control de la situación y por lo tanto, esto la vuelve menos riesgosa. Todo lo dicho anteriormente entra en conflicto con la teoría de decisión clásica (es decir, la perspectiva de las finanzas tradicionales) debido a que la elección racional es la de volar en avión en lugar de conducir un automóvil, si es que la persona sólo considera y examina toda la información estadística. Las estadísticas de seguridad revelan que el número de accidentes automovilísticos y muertes producidas por manejar un automóvil son enormemente mayores que el número de accidentes aéreos y de muertes producidas por viajar en avión.

Exceso de confianza

Esta es otra característica de las personas que influye en su percepción del riesgo y que es frecuentemente observada en los inversores debido a que hay una gran cantidad de maneras en las que podemos tener un exceso de confianza con respecto a nuestras decisiones en actividades que involucran riesgo. Dentro del campo de las finanzas del comportamiento, el exceso de confianza es uno de los sesgos más documentados de acuerdo a lo que afirman Daniel y Titman (2000).

Según Ricciardi y Simon (2000) la confianza puede ser descrita como la creencia en uno mismo y en las propias habilidades mediante una gran convicción, mientras que el exceso de confianza puede ser tomado como un paso más allá en el que se lleva la autoconfianza al extremo.

Como seres humanos tenemos la tendencia a sobreestimar nuestras propias habilidades, capacidades y las posibilidades de que tengamos éxito en aquello que hagamos.

Nuestra utilización de rápidas y sencillas heurísticas en el momento de tomar decisiones y nuestro sesgo hacia la búsqueda de confirmaciones en lugar de refutaciones de nuestras ideas son las que dan origen al exceso de confianza, una sobreestimación de nuestro propio conocimiento.

En definitiva, las personas tienden a ser muy confiadas con respecto a las elecciones que realizan utilizando heurísticas y se muestran poco interesadas en analizar las falencias del proceso por el cual su decisión fue tomada.

Otra categoría de este sesgo está identificada por la frase “Esto no va a sucederme a mí”. En este caso las personas tienden a considerarse a sí mismas invulnerables con respecto a un tipo específico de actividad riesgosa (que seguramente dominan o de la cual tienen un alto grado de conocimiento). Por ejemplo: La mayoría de las personas se consideran mejores conductores que el ‘conductor promedio’, creen que van a vivir más allá de los 80 años, se consideran a sí mismos más inteligentes que el promedio y como inversores piensan que obtendrán mayores ganancias y realizarán mejores elecciones que las del ‘inversor promedio’.

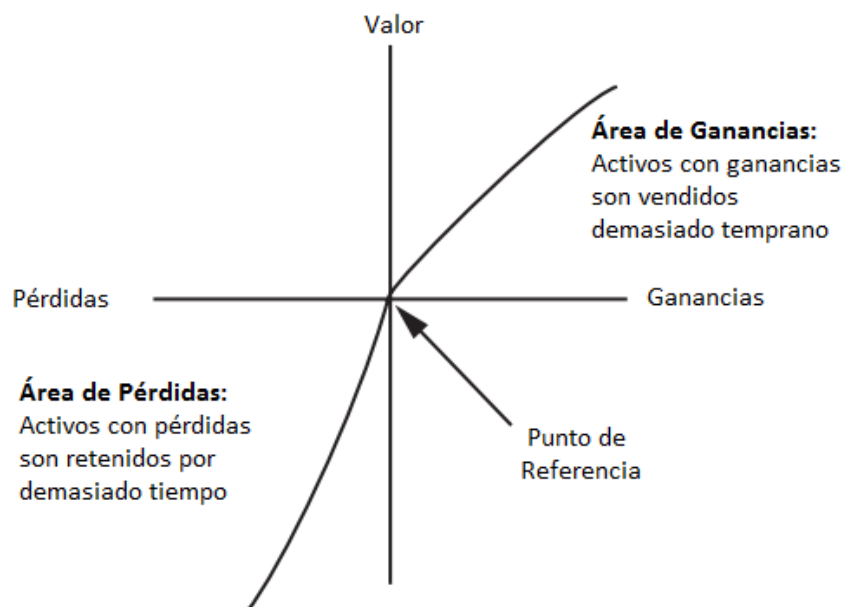
Teoría Prospectiva

Esta teoría, expuesta por Kahneman y Tversky (1979), está basada en la idea de que las personas no tienen aversión al riesgo sino a la pérdida en el sentido de que, en el contexto de una inversión, les afectan mucho más las pérdidas que las ganancias y es por eso que se les dificulta mucho aceptar una pérdida en una inversión y cerrar la transacción. En muchos casos prefieren mantener la inversión abierta a pesar de que eso implique la posibilidad de sufrir pérdidas mayores. Más aún, un inversor, sobre todo si actúa de manera individual, le asignará una importancia mucho mayor a evitar las pérdidas que a obtener ganancias.

Los inversores tienden a separar mentalmente cada decisión de inversión que toman y a valuarlas de manera individual como si cada una fuera una inversión independiente, separada del resto. Estos inversores tienen la inclinación a tener, dentro de cada inversión, un punto de referencia (que generalmente es el precio de compra en el caso de valores negociables) y su deseo es cerrar cada 'inversión independiente' con una ganancia, midiéndola en base a dicho punto de referencia.

Heilar, Power y Sinclair (2001) afirman que la teoría prospectiva separa el proceso de toma de decisiones en dos partes; en la primera parte, el menú de alternativas de inversión disponibles es enmarcado (reformulado) y editado (reducido) de acuerdo a las primeras impresiones (intuición y emociones) del inversor; en la segunda parte, las alternativas son evaluadas de acuerdo con la valoración subjetiva del inversor con respecto a su probabilidad de ocurrencia. La alternativa con el mayor resultado esperado es elegida.

Un componente fundamental de la teoría prospectiva es la función de valor (ver figura siguiente). El valor individual de la inversión, con respecto a las pérdidas y ganancias, es evaluado en base a un punto de referencia y sucede que los valores negativos tomados a partir de dicho punto serán más grandes que los valores positivos tomados desde el mismo punto.



Teoría Prospectiva. Hipotética función de valor

Los inversores tratan a los resultados de su inversión como pérdidas o ganancias en base al punto de referencia subjetivo en dos aspectos:

1. Las personas tienen aversión al riesgo en aquellas inversiones en las que están obteniendo ganancias y como resultado de eso, tienen la inclinación a venderlas y capitalizarlas demasiado rápido.
2. Las personas son buscadoras de riesgo con respecto a las pérdidas (tienen aversión a la pérdida) y por lo tanto, con tal de no capitalizar una pérdida son capaces de asumir mayores riesgos (evitando vender el activo) lo cual podría resultar en una pérdida mucho mayor.

Más aún, los inversores tienen la tendencia a estimar las probabilidades de cada resultado de su inversión de manera no-lineal; bajas probabilidades son sobreestimadas mientras que los cambios en probabilidades medias o altas tienden a ser subestimados.

Por ejemplo, en un experimento realizado por Kahneman y Tversky (1979) se les pedía a los participantes que evaluaran un par de apuestas y seleccionaran una de las opciones.

Experimento 1: Debe elegir una de las siguientes alternativas:

Opción A: Una recompensa segura de \$7.500

Opción B: Un 80% de probabilidad de ganar \$10.000 y un 20% de probabilidad de ganar \$0.

Pregunta: ¿Cuál cree usted que es la mejor opción para capitalizar sus ganancias?

Un alto porcentaje de personas eligen, sin dudarlo, la opción A que consiste en tomar la ganancia segura. Kahneman y Tversky descubrieron que un alto porcentaje de personas eran aversas al riesgo cuando se enfrentaban a la posibilidad de obtener una ganancia. En base a eso, las personas eligieron la opción A, es decir, la ganancia segura de \$7.500 aunque racionalmente es considerada como la peor opción. Si hubieran elegido la opción B, la ganancia esperada de su inversión hubiera sido de: $(\$10.000 \times 0.8) + (\$0 \times 0.2) = \$8.000$ la cual es mayor a la ganancia de la primera opción. A muchas personas les molesta demasiado ese 20% de probabilidad que tiene la opción B de obtener un resultado igual a cero (nada). Esto nos demuestra que existe una categoría de inversor que prefiere aquellas opciones que le brindan un alto grado de certeza y tiene aversión a aquellas opciones que tengan algún grado de incertidumbre, sin importarle lo grande o pequeña que pueda ser esa incertidumbre.

Un experimento adicional analizó la alternativa de perder dinero, tanto de manera certera como incierta.

Experimento 2: Considere las siguientes opciones:

Opción C: Una pérdida segura de \$7.500

Opción D: Un 80% de probabilidad de perder \$10.000 y un 20% de probabilidad de perder \$0.

Pregunta: ¿Cuál cree usted que es la mejor opción para minimizar sus pérdidas?

La mayoría de las personas a las que se les realiza esta pregunta prefieren la opción D porque existe una posibilidad del 20% de no perder dinero a pesar de que esta opción es más riesgosa que la opción C debido a que su pérdida esperada es de \$8.000. Por lo tanto, para las finanzas tradicionales (que utilizan los principios de la teoría de decisión clásica) la opción C es la mejor debido a que es la más razonable, pero como los sentimientos negativos de las personas hacia las pérdidas son tan fuertes que exceden incluso su aversión al riesgo, están dispuestos a asumir aún mayores riesgos (e incluso riesgos imprudentes) con el objetivo de evitarlas.

La teoría prospectiva, en definitiva, nos ha aclarado mucho los detalles acerca de la manera en la que los inversores toman decisiones en situaciones riesgosas.

Aversión a la pérdida

Olsen (2001) afirmó que las primeras investigaciones en finanzas, que utilizaban modelos de probabilidad de ganancia esperada sugerían que el riesgo de una inversión podía ser medido por métodos tales como la varianza de los retornos. En contraste, otras investigaciones exploraron los aspectos subjetivos del riesgo y descubrieron que las personas son aversas a las pérdidas.

Como se dijo anteriormente, la suposición central de la teoría prospectiva es la aversión a la pérdida según la cual, las personas le dan más importancia a las pérdidas que las que le asignan a las ganancias. La noción de ‘aversión a las pérdidas’ es contraria a los principios de la teoría moderna de portafolio debido a que las finanzas tradicionales parten del supuesto que tanto las pérdidas como las ganancias son equivalentes para el inversor. En otras palabras, de acuerdo con los modelos estadísticos básicos, las pérdidas son simplemente ‘ganancias negativas’ y por lo tanto, tanto las ganancias como las pérdidas tienen el mismo ‘peso’ y afectan con la misma intensidad al inversor.

Desde el punto de vista de la inversión, durante el proceso de toma de decisiones muchos inversores parecen ser susceptibles y vulnerables a las pérdidas, por lo que es altamente probable que se nieguen a aceptarlas, cerrando la transacción, en el caso de tenerlas. En algunos casos, los inversores mostraron una tendencia o una mayor disposición a tomar riesgos en su deseo por reducir o evitar las pérdidas.

Una premisa fundamental de la aversión a la pérdida es la que afirma que es menos probable que un inversor venda una inversión cuando esto implique incurrir en una pérdida que vender una inversión que está incrementando su valor, incluso cuando se espera que ese valor continúe incrementándose. Una importante cantidad de experimentos académicos han demostrado que, para algunos inversores, una pérdida les molesta incluso dos veces más, en términos absolutos, que el placer que les genera una ganancia equivalente. Por ejemplo: Un inversor que pierde \$10.000 en una inversión en acciones siente un dolor doblemente más intenso que el placer que sentiría si tuviera una ganancia de \$10.000 en una inversión exactamente igual.

En el momento en que están perdiendo dinero en una inversión, muchos inversores pierden la capacidad de pensar claramente e incluso evitan finalizar la transacción y aceptar la pérdida, una pérdida que ya está sucediendo. Esta práctica es conocida como ‘tirar su propio dinero a la basura’. Una analogía que puede resultar útil es la de aquellas personas que gastan mucho dinero en continuar arreglando su auto, el cual falla constantemente, y la única razón para seguir haciéndolo es ‘porque ya han gastado mucho dinero en él’.

Estos errores de juicio a menudo llevan al inversor a no vender una inversión perdedora aún siendo esa la correcta decisión financiera.

Sesgo de Representatividad

Los inversores que son afectados por este sesgo realizan generalizaciones, a veces muy elaboradas acerca de personas, sucesos o estrategias de inversión, basándose sólo en algunos atributos y detalles de las mismas, que incluso a veces no son demasiado importantes.

Este ‘atajo mental’ que utilizan ocasionalmente los inversores provoca que sea muy difícil poder analizar nueva información acerca de una inversión de manera precisa y sin incurrir en sesgos.

Ricciardi y Simon (2001) tienen su propia perspectiva acerca de este sesgo afirmando que la representatividad es tan sólo una de una serie de heurísticas que los inversores utilizan para tornar manejable una situación o inversión compleja. El sesgo de representatividad afirma que las personas tienen una inclinación natural a tomar decisiones basándose en la similitud de las alternativas y a predecir eventos futuros tomando sólo una porción de toda la información disponible pero realizando conclusiones generales y abarcativas.

Este sesgo está basado en la idea de que tendemos a formarnos una opinión acerca de eventos futuros basándonos en el grado de similitud que tengan con otros eventos con los cuales ya estamos familiarizados. Haciendo esto, ignoramos hechos relevantes que deberían ser incluidos en nuestro proceso de toma de decisiones, pero no los incluimos. En algunas circunstancias estos ‘atajos’ son útiles, pero en el caso de decisiones de inversión tienden a volver ‘insensible a los cambios’ la capacidad de decisión de una inversión. Nuestro cerebro tiende a creer que situaciones que tienen características comunes son, en realidad, idénticas cuando en verdad pueden llegar a ser muy diferentes.

Eaton (2000) ilustró la importancia que tiene este concepto para los inversores cuando afirmó que el efecto del sesgo de representatividad en las decisiones de inversión puede ser visto cuando se utilizan ciertas características compartidas para clasificar acciones. Dos compañías que reportaron pobres resultados pueden ser clasificadas ambas como ‘malas compañías’, con malos gerentes y proyectos poco interesantes, aunque claramente esto difícilmente sea verdad. Una tendencia a etiquetar acciones como ‘buenas’ o ‘malas’ basándonos en un limitado número de características pueden llevarnos a cometer errores cuando existan otras características importantes que no estemos tomando en cuenta.

Sesgo de Encuadre

Otro factor que influye en la percepción del riesgo de un inversor es la forma (el encuadre) en la que una situación o alternativa de inversión es presentada. Una persona revela un sesgo de encuadre cuando, al presentársele una misma alternativa de inversión pero descrita de maneras diferentes, eso pueda derivar en la toma de diferentes decisiones por parte del inversor.

Kahneman y Tversky (1979) afirmaron que el sesgo de encuadre afecta al inversor desde dos perspectivas diferentes:

1. El ambiente o el contexto de la inversión
2. El formato con el cual es presentada la inversión o la manera en la que está redactada.

Esencialmente, el sesgo de encuadre evalúa el grado de racionalidad con el que es tomada una decisión al posibilitarnos examinar si una misma alternativa de inversión presentada a una persona de dos maneras diferentes (pero con el mismo significado) puede generar la misma respuesta por parte de este.

Los inversores evalúan los posibles resultados, positivos o negativos, de una inversión, de manera diferente. Su respuesta ante las pérdidas es más extrema que su respuesta ante las ganancias, lo que nos sugiere que el desagrado de una pérdida es mayor al placer generado por una ganancia, por más que ambas sean de la misma cantidad. Por lo tanto, los inversores se sienten inclinados a tomar riesgos cuando enfrentan una pérdida segura y a no tomar riesgos cuando enfrentan una ganancia segura.

Veamos un ejemplo del sesgo de encuadre:

Presentamos a un inversor las siguientes opciones:

Opción A: ¿Invertirías todo tu dinero en un nuevo negocio si tuviera una probabilidad de un 50% de ser un éxito absoluto?

Opción B: ¿Invertirías todo tu dinero en un nuevo negocio si tuviera una probabilidad de un 50% de ser un fracaso total?

La opción A, encuadrada como una opción de éxito, provoca que el nuevo negocio resulte más atractivo para el inversor que la opción B, la cual está encuadrada en una opción de fracaso, siendo que la probabilidad de ‘éxito absoluto’ y ‘fracaso total’ es exactamente la misma para las dos opciones.

Aun así, en muchos casos, los inversores eligen la opción que aparenta ser ‘menos riesgosa’, es decir, la opción A. La explicación más razonable de esta elección es que la opción A aparenta ser una opción más placentera y estimulante que la opción B.

Investigaciones académicas han probado que, haciendo pequeños cambios a las palabras que se utilizan para presentar alternativas de inversión, se pueden lograr importantes cambios en la conducta de los inversores. Según afirman Slovic, Fischhoff y Lichtenstein (1982) pequeñas diferencias en la manera en que se presenta y describe el riesgo de una inversión a los inversores pueden tener efectos muy importantes y decisivos en la manera en la que ellos lo percibirán y en las decisiones finales que tomarán.

Sesgo de anclaje

De acuerdo con Ricciardi y Simon (2001) este sesgo explica la fuerte inclinación que todos tenemos a aferrarnos a una creencia (que puede o no ser cierta) y utilizar dicha creencia como punto de referencia para futuras decisiones.

El proceso de anclaje es utilizado por el inversor dentro del proceso de toma de decisiones para resolver problemas complejos al seleccionar un punto de referencia inicial y lentamente ir ajustándolo para llegar a una decisión final.

Por ejemplo: Uno de los anclajes más frecuentes es el de eventos o tendencias pasadas. En un intento por proyectar ventas de productos para el próximo año, un comerciante habitualmente comienza por mirar los volúmenes de ventas de los años pasados más recientes. Esta aproximación tiende a poner demasiado peso en la historia reciente, subestimando la importancia de otros factores.

Hammond, Keeney y Raiffa (1998) nos brindan un ejemplo del proceso de anclaje:

Pregunta 1: ¿La población de Turquía es mayor a 35 millones de habitantes?

Pregunta 2: ¿Cuál es la mejor estimación que puedes hacer acerca de la cantidad de habitantes que tiene Turquía?

La mayoría de las personas que responden la pregunta 2 fueron influenciadas por la frase ‘35 millones de habitantes’ que leyeron en la pregunta 1, aun en el caso de que esta frase no tenga fundamentos.

Los autores de este estudio utilizaron dos escenarios de anclaje: En el 50% de las pruebas se utilizó la frase ‘35 millones de habitantes’ y en el otro 50% el número se incrementó a “100 millones de habitantes”. Las respuestas a la pregunta 2 se incrementaron por millones cuando la frase utilizada fue ‘100 millones de habitantes’. Los resultados del estudio ilustraron que cuando las personas toman decisiones, sus mentes le dan una importancia inapropiada a la información original e incluso tienden a sobreestimar su valor. A partir de ahí, cada nueva información que aparezca acerca de la situación a evaluar será analizada tomando como referencia la información original y eso puede sesgar la percepción que se tenga con respecto a la importancia e influencia de esta nueva información.

Seamos conscientes de ello o no, el hecho es que siempre nos mantendremos anclados a nuestra opinión original e iremos corrigiendo nuestro punto de vista a partir de esa misma opinión.

Sesgo de familiaridad

En términos básicos, este sesgo nos dice que las personas prefieren aquellas inversiones que están familiarizadas con ellos. La ‘familiaridad’ denota el grado de conocimiento y experiencia que tiene una persona con respecto a una tarea o disciplina.

Es muy común ver que cuando los inversores pequeños van al mercado de valores a invertir sus ahorros, suelen hacerlo en acciones de la propia empresa para la cual trabajan o para empresas cuyos productos habitualmente consumen. Esto evidentemente altera la percepción del riesgo del inversor debido a que no está eligiendo inversiones desde un punto de vista racional sino a partir de inclinaciones personales ligadas a emociones. Los inversores se sienten más cómodos y toleran más el riesgo cuando sienten familiaridad con respecto a la inversión que están desarrollando. Por ejemplo: el riesgo ante situaciones que son familiares para nosotros nos afecta significativamente menos que el riesgo en aquellas situaciones con las cuales no estamos familiarizados, esto provee una explicación de por qué muchos inversores reaccionan de manera exagerada ante la aparición de información inesperada.

Este sesgo nos dice que formamos asociaciones entre las circunstancias actuales y los eventos pasados, dejándonos influenciar por las implicaciones que consideramos que tienen dichos eventos pasados.

Shefrin (2005) notó la relación existente entre el sesgo de familiaridad y el de representatividad afirmando que las personas son propensas a ser excesivamente optimistas cuando sienten familiaridad con respecto a una situación, al punto de imaginarse a sí mismos saliendo de manera exitosa de dicha situación.

Dentro de las finanzas del comportamiento, el sesgo de familiaridad ha sido aplicado a diversas áreas de las finanzas e inversiones:

1. Finanzas internacionales, en las cuales los inversores han demostrado una preferencia por invertir en acciones domésticas (acciones familiares) en lugar de acciones extranjeras (acciones no familiares).
2. Empleados que invierten la mayor parte de sus fondos de jubilación en acciones de la compañía para la cual trabajan (acciones familiares)
3. Administradores de portafolios que han demostrado una tendencia a invertir el dinero en compañías locales, en acciones de reconocidas marcas o de empresas con alta reputación.

Así como las personas prefieren mantenerse en su área de familiaridad, donde se sienten más seguras, los inversores tienden a tener demasiada fe en aquellas acciones que les son familiares. Debido a que esas acciones les son familiares, suelen creer que son menos riesgosas que las de otras compañías e incluso más seguras que invertir en un portafolio diversificado.

El problema del control percibido

El control es definido como la capacidad que tiene una persona para prever y atravesar peligros potenciales.

Strong (2006) nos presenta un ejemplo de la ‘ilusión del control’ que observó en sus investigaciones en casinos. Según él, los casinos son uno de los mejores laboratorios del comportamiento humano. En las mesas de dados es común ver que cuando la persona que lanza los dados necesita obtener un número alto, lanza los dados con mucha fuerza golpeándolos contra el final de la mesa. Sin embargo, si necesita un número bajo, los lanza de manera suave. Siendo realistas, sabemos que la fuerza con la que se lanzan los dados no tiene ninguna relación con el resultado final de ese evento azaroso pero nos gusta creer que tenemos alguna influencia sobre el resultado que dará el dado si controlamos de alguna manera el método de lanzamiento. Los expertos se refieren a este comportamiento como ‘ilusión de control’.

La literatura académica ha ofrecido un amplio rango de puntos de vista acerca del verdadero significado del control. Los dos aspectos principales del control son: Localización del control (interno o externo) y percepción del control (ilusión de control).

La localización del control explica el grado en el que una persona percibe su habilidad para ejercer control sobre su propio comportamiento y sobre sus propios resultados, en una situación específica. La localización externa del control le da a una persona la percepción de que el azar u otros factores externos influyen la decisión a tomar y el resultado final del evento. La localización interna del control es la percepción o creencia que tiene una persona con respecto al control de su propio destino, en términos del resultado de sus decisiones.

El control percibido es la creencia activa en que uno mismo tiene el poder de elegir entre diferentes alternativas, cada una de las cuales posee una manera diferente de alcanzar el objetivo deseado.

En definitiva, la ilusión de control provoca que una persona crea, basándose en sus habilidades y su personalidad, que es capaz de influenciar y controlar el resultado final de una situación azarosa o de una decisión a tomar.

El rol de las emociones en la valoración de activos financieros

Shefrin (2005) nos explica la perspectiva que tienen las finanzas del comportamiento con respecto a los problemas ocasionados por las emociones afirmando que muchos gerentes basan sus decisiones en lo que sienten que es correcto para ellos desde el punto de vista emocional. La heurística emocional describe el comportamiento de aquellos inversores que ponen una excesiva confianza en su intuición o en aquello que ‘sienten’ ante una alternativa de inversión. Al igual que con las otras heurísticas, la heurística emocional implica un atajo mental que puede predisponer al inversor a cometer errores.

Una emoción es un estado de conciencia conectado con la aparición de sensaciones corporales. Dichas sensaciones suelen ocurrir rápidamente, incluso de manera inconsciente y habitualmente sin poder manejarlas a voluntad.

Los aspectos emocionales del riesgo frecuentemente parten de influencias cognitivas propias de la percepción del riesgo. En el caso de decisiones bajo riesgo e incertidumbre, las respuestas emocionales aparecen como respuesta primaria del comportamiento del inversor, por encima del comportamiento racional y causan comportamientos que pueden no ser los apropiados para esa situación. Más aún, las reacciones emocionales producen un comportamiento resultante que a menudo se desvía de aquello que se considera como la respuesta óptima para dicha situación.

De acuerdo con las finanzas tradicionales, las emociones no juegan ningún papel ni tienen influencia alguna en el proceso de valorar activos financieros pero diversas investigaciones han demostrado que los inversores prefieren acciones que tienen una connotación emocional positiva para ellos, lo que eleva (en algunos casos, de manera excesiva) sus precios y disminuye sus retornos.

Los inversores son seres racionales, como afirman las finanzas tradicionales, pero también son seres emocionales y por eso es que no pueden evitar que sus emociones se trasladen a la valoración de activos. Un inversor puede sentir admiración o desprecio hacia la acción de una compañía como Google o General Motors con sólo oír su nombre, antes siquiera de conocer su Price to Earning Ratio o el crecimiento de sus ventas en el último año. Las acciones, al igual que las casas, autos y una enorme variedad de productos, nos generan emociones, buenas o malas, hermosas o feas, de admiración o de desprecio. Es casi imposible que, dentro del proceso de toma de decisiones, podamos analizar las alternativas que se nos presentan de manera puramente racional y objetiva; no vemos solamente ‘una casa’, vemos una ‘casa hermosa’, una ‘casa fea’ o una ‘casa pretenciosa’. Es habitual que nos engañemos a nosotros mismos para que creamos que estamos actuando de manera racional y que estamos considerando todas las ventajas y desventajas de la inversión de manera objetiva. La realidad es que eso sucede muy raramente. Compramos autos porque nos ‘gustan’, elegimos trabajos y casa porque nos resultan ‘atractivos’ y luego justificamos esas decisiones con argumentos racionales.

Kahneman (2002) en su disertación al recibir el premio Nobel de Economía habla del rol de las emociones en la valoración de activos financieros, afirmando que probablemente ese sea el desarrollo más importante con respecto a las heurísticas de valoración que se ha llevado adelante en las últimas décadas.

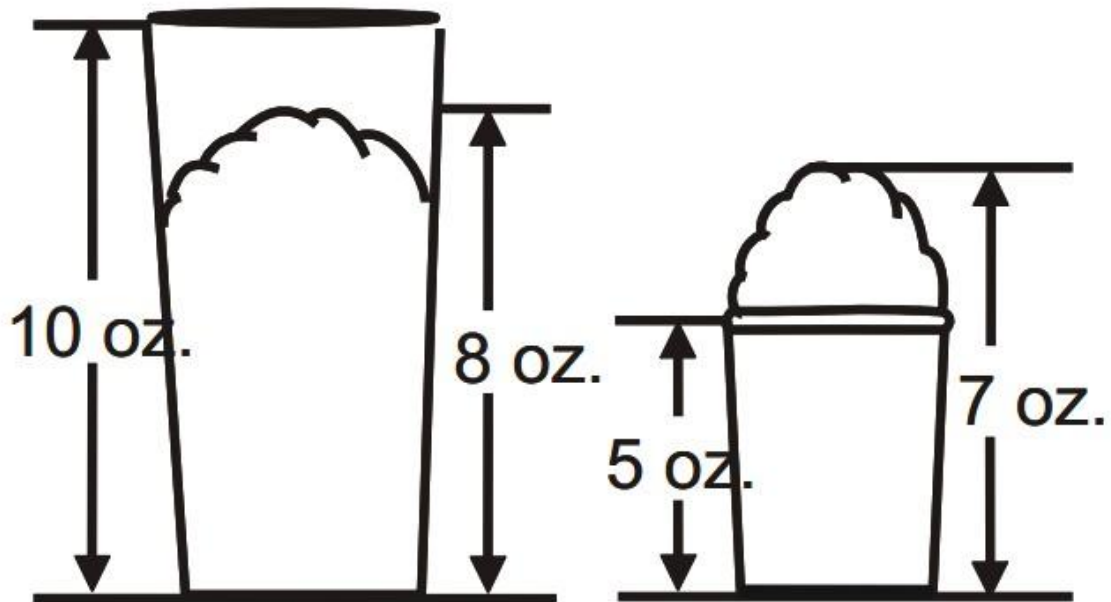
Las emociones juegan un rol muy importante en la valoración de casas, autos y todo tipo de productos de consumo pero, de acuerdo con la teoría financiera tradicional, no juegan ningún papel en la valoración de activos financieros.

Los retornos esperados en el Capital Asset Pricing Model (CAPM) son determinados exclusivamente por el riesgo, medido por el coeficiente Beta y de acuerdo con Fama y French (1992) por la capitalización de mercado y por el ratio 'Book to Market' (Un ratio que compara el valor de libro de una empresa con su valor de mercado) en su modelo de tres factores de riesgo para la valoración de activos. Lo que ignoran estos modelos es que las emociones juegan un rol muy importante y determinante en el proceso de valoración de activos financieros, llevando habitualmente a estos modelos tradicionales a errores de valoración.

Statman (1999) encontró que los retornos de las acciones 'admiradas' por quienes responden las encuestas de la revista Fortune son menores a los retornos ofrecidos por aquellas acciones 'menos admiradas'. Su hipótesis es que las emociones, tanto positivas como negativas, que tienen los inversores con respecto a esas acciones, afectan la valoración que ellos hacen al tomar sus decisiones de compra o venta, algo no contemplado en el CAPM y en el modelo de los tres factores de Fama-French.

Evidencias

Hay una considerable cantidad de evidencia sustentando la hipótesis que afirma que las emociones juegan un rol importante en las valoraciones que realizamos a diario. Hsee (1998) presentó a los participantes de un estudio una imagen similar a la que vemos a continuación:



Fuente: Hsee (1998)

El vaso de helado de la izquierda contiene 8 onzas de helado pero genera emociones negativas en los consumidores debido a que el vaso de 10 onzas que lo contiene lo hace parecer escaso. En contraste, las emociones ligadas al vaso de la derecha son positivas debido a que tiene un tamaño de 5 onzas y es sobrepasado por su abundante contenido de 7 onzas de helado. Hsee descubrió que aquellos sujetos que vieron solamente uno de los vasos de helado estuvieron dispuestos a pagar un precio mayor por el helado de 7 onzas ya que les generaba emociones positivas de abundancia pero

no por el de 8 onzas, el cual les generaba emociones negativas de tacañería. Pero aquellos sujetos que vieron ambos vasos de helado, lado a lado, estuvieron dispuestos a pagar un precio más alto por el helado de 8 onzas.

Las emociones evitan que estemos perdidos en nuestros pensamientos cuando deberíamos actuar, pero en ocasiones las emociones distorsionan el proceso lógico de pensamiento. La dependencia de las emociones aumenta con la complejidad de la información y con el estrés.

Shiv y Fedorikhin (1999) describen un experimento en el cual, a los sujetos se les daba a elegir entre una torta de chocolate, con intensas emociones positivas ligadas a ella pero con perspectivas negativas desde lo racional y una ensalada de frutas, con menores emociones positivas ligadas a ella pero con una intensa perspectiva positiva desde lo racional. A un grupo de sujetos se le asignó una tarea de bajo stress, memorizar un número de dos dígitos, mientras que a otro grupo se le asignó una tarea de más alto stress, memorizar un número de siete dígitos. Shiv y Fedorikhin encontraron que los sujetos que estuvieron bajo el mayor stress de tener que memorizar el número de siete dígitos eran los que tenían una probabilidad más alta de dejarse llevar por sus emociones y sentir que debían recompensarse a sí mismos por el esfuerzo realizado, comiendo la torta de chocolate.

La inversión en acciones es notoriamente más compleja y su evaluación mucho más estresante. ¿Son las acciones de Google, que cada una de las cuales cuesta u\$s500 una mejor inversión que las acciones de General Motors a u\$s20 cada una? Los inversores intentan superar las interferencias de sus emociones en el proceso de decisión, examinando de manera sistemática la información importante, pero aun así las emociones hacen su aparición e interfieren.

Los nombres de empresas terminados en .com, ligadas a internet tuvieron connotaciones emocionales muy positivas durante el boom de estas empresas a finales de la década de 1990 y Cooper, Raghavendra y Orlin (2001) encontraron que aquellas empresas que cambiaron sus nombres, agregándoles el '.com' al final, tuvieron en sus acciones aumentos de precios anormales, que en algunos casos llegaron al 74% en los 10 días siguientes al día del anuncio, incluso cuando nada en sus modelos de negocios había cambiado. Los nombres terminados en '.com' adquirieron una connotación emocional muy negativa luego de que explotara la burbuja a principios de los años 2000 y Cooper, Raghavendra, Ajay, Igor y Ajay (2005) encontraron que aquellas compañías que cambiaron sus nombres '.com' a sus nombres convencionales durante esa época, experimentaron un aumento anormal en el precio de sus acciones, una vez más.

Estos hallazgos son ejemplos de 'Emociones Integrales', las cuales se definen como emociones asociadas a un objeto particular, como puede ser una acción. Además de este tipo de emociones existen las 'emociones accidentales' y que se diferencian de las primeras en el sentido de que no surgen de un objeto particular sino de un evento no relacionado. Por ejemplo: Hirshleifer y Shumway (2003) descubrieron que las emociones accidentales positivas ligadas a los días soleados aumentaban las probabilidades de que se produjera una suba en el precio de las acciones, durante esos días.

El efecto inmediato que tiene un aumento en las emociones positivas ligadas a una acción es el aumento de su cotización, pero tengamos en cuenta que mayores precios en el valor de las acciones aumentan la probabilidad de que caiga la utilidad por acción. Las consecuencias de esta situación en el largo plazo se vieron de manera evidente en un estudio realizado por Hong y Kacperczyk (2007)

en el cual se estudiaron las acciones de empresas ‘pecadoras’, conocidas con ese nombre a las acciones de empresas pertenecientes a la industria del tabaco, alcohol, armas y el juego. Estas compañías tenían una fuerte connotación emocional negativa por parte de las normas sociales establecidas pero Hong y Kacperczyk encontraron que debido a eso, estas acciones tenían retornos por acción anormalmente positivos durante el período 1926 - 2004. La hipótesis que expusieron fue que la connotación emocional negativa ligada a estas empresas y a las empresas más ‘despreciadas’ por los encuestados de la revista ‘Fortune’ es la causa de que estas acciones generalmente estén subvaluadas en el mercado y debido a eso sus retornos por acción sean tan altos.

Eficiencia de mercados y modelos de valuación de activos

Fama (1970) demostró que la hipótesis de mercados eficientes no puede ser puesta a prueba de manera aislada sino que debe ser puesta a prueba junto a un modelo de valuación de activos financieros, como el CAPM o el modelo de los tres factores.

El CAPM presenta los retornos esperados de una acción como una función de riesgo objetivo. La medida objetiva que mide el riesgo de la inversión está basada en la distribución de probabilidad de sus resultados, usualmente equiparados con la varianza de un portafolio y con el coeficiente beta de un activo dentro de un portafolio. Por el contrario, el modelo de los tres factores presenta los retornos esperados como funciones del beta, una medida objetiva de riesgo, pero también como funciones de la capitalización de mercado y del ratio ‘Book to Market’.

Ahora bien, ¿Qué representan la capitalización de mercado y el ratio ‘Book to Market’? Fama y French argumentaron que representaban el riesgo objetivo, pero mucha de la evidencia encontrada es inconsistente con ese argumento. Por ejemplo: Lakonishok, Shleifer y Vishny (1994) encontraron que las acciones ‘de valor’ superaron a las acciones ‘en crecimiento’ en tres de cuatro recesiones durante el período 1963-1990, demostrando una inconsistencia con la afirmación de Fama y French con respecto a que las acciones ‘de valor’ eran más riesgosas.

Skinner y Sloan (2002) hicieron un estudio en el que encontraron que retornos relativamente altos en acciones ‘de valor’ no se debían a su mayor riesgo, sino que se debían a las grandes caídas en el precio de las acciones ‘en crecimiento’ como resultado de sorpresivas pérdidas anunciadas y eso empujaba hacia abajo la tasa promedio de ganancias del mercado, haciendo ver a las acciones ‘de valor’ como más atractivas.

Acciones admiradas y despreciadas por la revista Fortune

La revista Fortune ha publicado desde 1983 los resultados de una encuesta anual acerca de la reputación de numerosas compañías. En septiembre de 2006 llegó a incluir a 587 empresas.

Fortune consultó a más de 10.000 gerentes ejecutivos, directores y analistas de portafolio que respondieron la encuesta asignándole un valor a ocho atributos de reputación utilizando una escala de cero (pobre) a diez (excelente) y así armaron un ranking de las diez empresas más importantes de cada industria.

Statman, Fisher y Anginer (2008) analizaron los resultados de esta encuesta a lo largo de los años, focalizándose en el puntaje que le asignaron los encuestados al ‘valor de inversión a largo plazo’ de cada empresa debido a que reflejaba la percepción de los consultados con respecto al valor de las acciones, el cual incorpora tanto el riesgo de la empresa como sus retornos esperados (tanto positivos como negativos). Asignarle un diez a ese atributo significaba que el encuestado creía que

la empresa estaba muy subvaluada y lo contrario sucedía si le asignaba un cero, dando a entender que creía que la empresa estaba muy sobrevalorada.

Se consideraron dos portafolios, un portafolio de acciones ‘admiradas’ y otro de acciones ‘despreciadas’, contruidos ambos con acciones de empresas pertenecientes a la encuesta y utilizando los puntajes que obtuvieron en ella, ponderando de manera igualitaria la participación de cada empresa dentro del portafolio.

El portafolio de acciones ‘admiradas’ contenía las acciones de empresas con el puntaje más alto en el atributo ‘valor de inversión a largo plazo’ asignado por los encuestados y el portafolio de acciones ‘despreciadas’ contenía las acciones con los valores más bajos.

Si los consultados por la revista Fortune creyeran que los mercados de capitales son eficientes deberíamos esperar que cada uno de ellos le hubiese asignado el mismo valor en el atributo ‘valor de inversión a largo plazo’ a cada una de las acciones de la encuesta. Esto se debe a que la hipótesis de mercados eficientes supone que no existen las acciones subvaluadas y sobrevaloradas ya que toda la información está reflejada en el precio.

Si los consultados por la revista Fortune creyeran que los mercados de capitales son ineficientes y que ellos pueden detectar correctamente a las acciones subvaluadas, las cuales por lo tanto tienen un alto ‘valor de inversión a largo plazo’, deberíamos esperar que aquellas acciones a las cuales le asignaron un alto puntaje en el atributo ‘valor de inversión a largo plazo’ sean mejores que las acciones de empresas cuyo puntaje en dicho atributo es bajo. Pero eso no fue lo que encontraron.

Lo que argumentaron Statman, Fisher y Anginer fue que los puntajes asignados al atributo ‘valor de inversión a largo plazo’ servían como medida de las emociones positivas o negativas que los encuestados tenían con respecto a las empresas pertenecientes a la encuesta. Ellos puntuaron a las empresas ‘admiradas’ con valores altos en ese atributo debido a que estaban influenciados por las emociones positivas que tenían hacia ellas mientras que puntuaron con valores bajos a las empresas ‘despreciadas’, hacia las cuales tenían emociones y sentimientos negativos.

A partir de cada encuesta de la revista Fortune, desde 1982 hasta 2006, se crearon ambos portafolios (el ‘admirado’ y el ‘despreciado’) y se calcularon sus rendimientos por un periodo de 2 a 4 años. Los resultados fueron muy claros: El retorno del portafolio de acciones ‘despreciadas’ superó al rendimiento del portafolio de acciones ‘admiradas’. El retorno promedio anual del portafolio ‘despreciado’ durante el periodo septiembre 1982 - septiembre 2006 fue de 19,72% mientras que el retorno promedio anual del portafolio de acciones ‘admiradas’ fue de 15,12%.

La ventaja del portafolio ‘despreciado’ sobre el portafolio ‘admirado’ permaneció intacta cuando los valoraron utilizando el CAPM. Los coeficientes alfas del portafolio ‘despreciado’ fueron considerablemente más altos que los del portafolio ‘admirado’. El alfa anual del portafolio ‘despreciado’ fue de 4,89% mientras que el alfa anualizado del portafolio ‘admirado’ fue de sólo 1,57%

Los coeficientes betas el portafolio ‘despreciado’ también fueron considerablemente más altos que los del portafolio ‘admirado’ y un análisis más detallado comprobó que las compañías pertenecientes al portafolio ‘despreciado’ también tenían mayores Price-to-Earnings Ratios,

mayores Price-to-cash-flow ratios, menores ventas pasadas, menor crecimiento en ganancias y menores retornos sobre activos.

Al realizar una valuación de activos financieros, se debe incorporar, además de una medida del riesgo objetivo, una medida que capture el riesgo subjetivo. Este último riesgo es alto cuando las emociones ligadas al activo financiero son negativas y es bajo cuando las emociones son positivas. No tener en cuenta el riesgo subjetivo ligado a un activo financiero puede llevarnos a decisiones de inversión muy equivocadas. Por ejemplo: Ganzach (2000) presentó una lista de treinta mercados de valores internacionales a dos grupos de personas. A un grupo le pidió que calculara los retornos esperados de los portafolios de mercado para cada uno de los mercados financieros mientras que al otro grupo le pidió que calculase el riesgo de dichos portafolios. Un modelo de valuación de activos financieros del estilo del CAPM, que se basa exclusivamente en el riesgo objetivo nos llevaría a esperar una correlación positiva entre la valuación del riesgo y la valuación del retorno esperado, pero Ganzach encontró una correlación negativa; los mercados con más altos retornos esperados eran percibidos como mercados de bajo riesgo.

La relación negativa entre el riesgo subjetivo y los retornos esperados en el estudio de Ganzach es tan sólo un ejemplo de la relación negativa que existe generalmente entre el riesgo subjetivo y los beneficios percibidos. Slovic, Finucane, Petersand y MacGregor (2002) atribuyeron esa relación negativa a las emociones ligadas a los activos financieros. Cuando las emociones son positivas, los beneficios se estiman altos y el riesgo se estima como bajo pero cuando las emociones son negativas ocurre lo contrario, los beneficios se estiman bajos y el riesgo se estima como alto.

En un experimento realizado por Statman, Fisher y Anginer (2008) les pidieron a 900 inversores que contestaran una encuesta. Dicha encuesta sólo contenía el nombre de las 210 compañías que incluyó la revista Fortune en su propia encuesta del año anterior, la industria a la que pertenecía cada empresa y una escala del uno (malo) al diez (bueno). El cuestionario decía: “Lea el nombre de la empresa, luego su industria y rápidamente asígnele un puntaje de acuerdo a la emoción y los sentimientos espontáneos que esa empresa le genere. No piense en el puntaje que le asignará, déjese guiar por su intuición y sus sentimientos espontáneos”.

Si la persona no conocía la empresa, le asignaba un cinco, para dejar constancia de que le era indiferente. Como resultado final obtuvieron una lista de las 210 empresas con un puntaje que reflejaba las emociones promedio de todos los participantes de la encuesta y encontraron una relación positiva y estadísticamente significativa entre los puntajes de la encuesta y los puntajes asignados por la revista Fortune.

En un segundo experimento, presentaron a un grupo de 1.800 inversores los nombres y las industrias de las mismas 210 compañías de la encuesta de la revista Fortune. A un grupo de inversores se le pidió que asignaran un puntaje que reflejara los futuros retornos que estimaban que tendrían esas acciones, utilizando una escala del uno al diez, siendo diez el equivalente a retornos muy altos y siendo uno el equivalente a retornos muy bajos. A otro grupo de inversores le pidieron que asignaran un puntaje que reflejara el riesgo de cada acción utilizando la misma escala. Como resultado final obtuvieron una lista de las 210 empresas, cada una con dos puntajes que reflejaban los valores promedio asignados por todos los participantes de la encuesta con respecto a los retornos futuros y al riesgo percibido.

Si las valuaciones de riesgo realizadas por los participantes de la encuesta reflejaran solamente el riesgo objetivo debería encontrarse una correlación positiva entre los puntajes de riesgo y los puntajes de retornos futuros asignados a las compañías. Sin embargo, lo que encontraron fue una correlación negativa entre ambas valuaciones. Puntajes altos en ‘retornos futuros’ se correspondían con puntajes bajos en ‘riesgo percibido’. Esta correlación negativa indica que las valuaciones de riesgo que realizan los inversores refleja el riesgo subjetivo ligado a las emociones. Las acciones ligadas a emociones positivas son valuadas como altas en retornos futuros y como bajas en riesgo y aquellas acciones ligadas a emociones negativas, son valuadas como bajas en retornos futuros y altas en riesgo, algo que evidentemente, no se refleja en la realidad.

El riesgo objetivo es medido por el coeficiente Beta y el riesgo subjetivo es medido por las emociones de los inversores ligadas al activo financiero. Ambos deben tenerse en cuenta al realizar una valuación.

Preferencias de los inversores y el retorno de las acciones

Suponemos que los inversores promedio prefieren compañías ‘admiradas’ debido a que intuyen que tendrán altos retornos y que asumirán un bajo riesgo si adquieren sus acciones, pero seguramente habrá inversores que serán ‘contrarios’ a estos y siendo conscientes de las preferencias de los inversores promedio buscarán obtener una ganancia, favoreciendo a las compañías ‘despreciadas’.

Todos los modelos de valuación de activos, ya sean acciones, bonos, derivados, autos, casas o cualquier otro bien o servicio, son versiones modificadas del modelo básico de oferta y demanda donde los precios son determinados por la intersección de ambas fuerzas. Las funciones de oferta y demanda reflejan las preferencias de los consumidores y los productores.

La estructura de oferta y demanda es evidente en el CAPM. En ese modelo, los inversores, tanto del lado de la oferta como de la demanda, prefieren portafolios eficientes desde el punto de vista del retorno promedio y de la desviación estándar, pero con el agregado de las preferencias de cada inversor se produce un modelo de valuación de activos donde los retornos esperados de los activos financieros varían según el coeficiente beta.

Modelos como este sólo tienen en cuenta el *riesgo objetivo*, el cual, si es alto, produce retornos esperados altos, pero es necesario que a estos modelos se les agregue el *riesgo subjetivo*, el cual, si es alto, también producirá retornos esperados altos.

El *riesgo subjetivo* será alto cuando las emociones de los inversores ligadas a un valor negociable sean negativas y será bajo cuando dichas emociones sean positivas.

Durante la crisis financiera de las hipotecas sub-prime en 2008, la acción de General Motors fue deslistada del mercado debido a serios riesgos de quiebra por parte de la empresa. Eso provocó que el pánico de los inversores se contagiara a los accionistas de Ford, una empresa competidora directa de General Motors, cuya situación financiera era muy distinta pero que no pudo evitar el contagio y vio caer su cotización a menos de u\$s 2 en 2009. En ese momento el *riesgo subjetivo* de esta acción era muy alto ya que las emociones negativas de los inversores hacia ella eran muy intensas, lo que provocó una importante subvaluación y por lo tanto, tal como se dijo antes, brindó a los inversores la posibilidad de obtener retornos esperados muy altos, lo que efectivamente sucedió ya que apenas dos años después, en enero de 2011 la acción llegó a valer u\$s 19.

Los inversores prefieren comprar acciones hacia las cuales tienen emociones positivas, dichas preferencias elevan el precio de esas acciones y disminuyen sus retornos esperados. Por lo tanto, es importante considerar que existen claras oportunidades de obtener altos retornos al invertir en acciones de compañías con alto riesgo subjetivo, es decir, aquellas que son blanco de las emociones negativas de los inversores.

Cuando Statman, Fisher y Anginer (2008) hicieron su estudio acerca de los portafolios ‘admirados’ y ‘despreciados’ por los participantes de la encuesta anual de la revista Fortune en el período 1983 - 2006 encontraron que los retornos de las acciones ‘admiradas’, aquellas altamente puntuadas en los resultados de la encuesta, eran menores a los retornos que ofrecían las acciones ‘despreciadas’, aquellas pobremente puntuadas en los resultados de dicha encuesta. Esto es consistente con la hipótesis que afirma que aquellas acciones ligadas a emociones negativas por parte de los inversores tienen un alto riesgo subjetivo y por lo tanto ofrecen retornos más altos que compensan ese riesgo. También encontraron que la capitalización de mercado de dichas acciones y sus ratios ‘Book to Market’ estaban correlacionados de manera positiva con las emociones, es decir, altas capitalizaciones de mercado y altos ratios ‘book to market’ eran detonantes de emociones positivas por parte de los inversores hacia esas empresas, lo que disminuía el riesgo subjetivo. Lo contrario sucedía cuando las capitalizaciones de mercado y los ratios ‘book to market’ eran bajos, es decir, producían emociones negativas en los inversores y aumentaban el riesgo subjetivo.

El sentimiento inversor y los ciclos de mercado

John Templeton, una leyenda de Wall Street, dejó para la posteridad la famosa frase que afirma que “los mercados alcistas nacen en el pesimismo, crecen en el escepticismo, maduran en el optimismo y mueren en la euforia”.

Con el objetivo de lograr que aquello que sucede en el corto plazo (y muchas veces preocupa a los inversores) no afecte su estrategia de inversión y sus objetivos de largo plazo, a continuación se ofrece un cuadro resumen de los ciclos de mercado y la relación que habitualmente tienen estos con el sentimiento inversor y la curva de tasas de los bonos:

Sectores 'de valor' (Value)

- Financiero
- Energía
- Utilities
- Materiales
- Consumo básico
- Industrial
- Real Estate

Sectores 'mixtos'

- Salud

(Tiene industrias 'value' e industrias 'growth')

Sectores 'en crecimiento' (Growth)

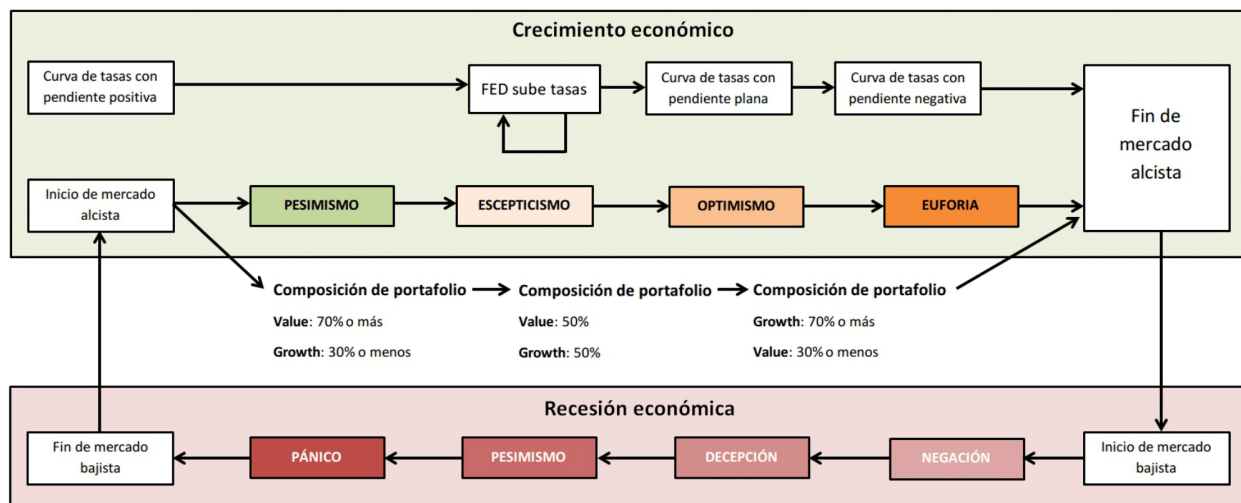
- Tecnologías de la información
- Servicios de telecomunicación
- Consumo Discrecional

Características

- Industrias en crecimiento estructural por encima del crecimiento del PBI del país
- Ingresos creciendo a dos dígitos
- Por lo general, no reparten dividendos sino que suelen recomprar acciones propias
- Altos márgenes de rentabilidad operativa
- Fuertes y duraderas ventajas competitivas
- Baja intensidad de capital. Ganancias creciendo de manera estable
- Poca o nula deuda. Se financian mediante fondos propios o en el mercado de capitales

Características:

- Industrias saturadas, creciendo poco o manteniéndose estables
- Ingresos creciendo a tasas bajas
- Alto Dividend Yield
- Bajos márgenes de rentabilidad operativa
- Ventajas competitivas débiles o poco duraderas frente a la competencia
- Alta intensidad de capital con ganancias volátiles
- Menor calidad crediticia. Dependencia del financiamiento bancario



Fuente: Elaboración propia.

¿Cuál es la secuencia de eventos habitual que suele observarse en los mercados alcistas de principio a fin, siempre y cuando estos no terminen abruptamente como consecuencia de un evento externo de alto impacto negativo (como sucedió en 2008) sino por una causa endógena, generada dentro del propio mercado financiero (como sucedió en la crisis de las .COM del año 2000)?

1. El mercado alcista nace rodeado de un contexto de pesimismo, luego del pánico provocado por el final del mercado bajista anterior que llevó a los valores de las empresas a precios muy por debajo de sus fundamentos. Esto da como resultado una situación en la que el contexto futuro que está descontado en los precios de las acciones es “demasiado malo para ser real” y los inversores, a medida que van tomando conocimiento de ello, van actuando en consecuencia e invirtiendo. La curva de tasas de los bonos tiene pendiente positiva, lo cual fomenta el otorgamiento de créditos por parte de los bancos y promueve el crecimiento económico. Las acciones pertenecientes a sectores ‘de valor’ (financiero, energía, industrial,

materiales, utilities, consumo básico)¹⁸ son las que obtienen los mejores rendimientos en esta etapa del mercado alcista debido a que, como tienen una menor calidad crediticia a nivel agregado, son más dependientes del financiamiento bancario que las empresas de sectores ‘en crecimiento’ (tecnológico, comunicación, consumo discrecional y salud)¹⁹, las cuales tienen mayores posibilidades para financiarse con fondos propios o en el mercado de capitales. El contexto de tasas bajas y curva con pendiente positiva les brinda a las empresas ‘de valor’ un entorno muy favorable que les permite acceder a crédito abundante y barato para financiar sus operaciones y su crecimiento, a lo cual debemos sumarle el hecho de que estas empresas son habitualmente las que más caen durante los mercados bajistas debido a que:

- a. Suelen ser empresas intensivas en capital y eso provoca que tengan altos costos fijos y ganancias muy volátiles. Eso a su vez provoca que su cotización en el mercado sea generalmente más volátil que la de empresas poco intensivas en capital, las cuales en su mayoría pertenecen a sectores ‘en crecimiento’. Sumado a eso, como durante la recesión y mercado bajista estas empresas suelen cortar costos y deshacerse de malas inversiones para mantenerse ‘a flote’, esto provoca que comiencen el nuevo mercado alcista en un estado más ‘magro’ y eficiente que posibilita que cualquier aumento de ingresos se traslade fácilmente en ganancias.
- b. Como resultado de la recesión y la curva de tasas invertida, el crédito bancario suele restringirse mucho, justo en el momento en que estas empresas están más hambrientas de capital debido a la caída que sufren sus ingresos, lo cual provoca que enfrenten durante las crisis mayores problemas de financiamiento que las empresas que suelen financiarse con fondos propios o en el mercado de capitales (generalmente pertenecientes a sectores ‘en crecimiento’), llegando en algunos casos a enfrentar riesgos de bancarrota. Esto trae como resultado que las empresas ‘de valor’ comiencen habitualmente los nuevos ciclos alcistas desde valuaciones inferiores, en términos relativos, a las que tienen en ese momento las empresas de sectores ‘en

¹⁸ Dentro de la categoría de ‘empresas de valor’ podemos además encontrar dos subcategorías: Defensivas (su demanda tiene baja sensibilidad al ciclo económico, ya sea este alcista o bajista. Por ejemplo: Utilities y empresas de consumo básico), Ofensivas (sus ingresos son muy sensibles al ciclo económico. Por ejemplo: empresas pertenecientes al sector industrial, materiales, energético o financiero).

¹⁹ Este tipo de empresas se caracteriza por reinvertir sus ganancias en el negocio en lugar de repartir dividendos, en un intento por innovar y aprovechar tendencias tecnológicas de largo plazo. Los inversores están dispuestos a pagar más, en términos relativos, por sus ganancias futuras a cambio de beneficiarse de un gran crecimiento potencial a futuro, lo cual quiere decir que este tipo de empresas suele cotizar a valuaciones más altas que las que pagarían los inversores por empresas de sectores ‘de valor’. Debido a que las ganancias de las empresas ‘en crecimiento’ provienen del crecimiento de la industria y de tendencias de largo plazo, son generalmente menos volátiles y menos sensibles al crecimiento macroeconómico que las ganancias de empresas ‘de valor’, ostentando también mayores márgenes de rentabilidad bruta que estas últimas. Su tendencia a obtener mejores rendimientos que las empresas ‘de valor’ durante las etapas finales de los ciclos alcistas proviene del hecho de que, cuando el crecimiento económico disminuye y la curva de tasas se aplanan, las empresas ‘de valor’, que son más dependientes del crédito bancario y cuyas ganancias son muy sensibles al crecimiento macroeconómico, se encuentran con un contexto que les dificulta mucho poder aumentar sus ingresos y disminuir sus costos (ya que, en su mayoría, son empresas intensivas en capital, con altos costos fijos) mientras que, como esto no les sucede a las empresas ‘en crecimiento’, al ser generalmente poco intensivas en capital, tener altos márgenes brutos y beneficiarse de tendencias de crecimiento de largo plazo de su propia industria, esto da como resultado un contexto en el que continúan obteniendo buenos rendimientos a pesar del deterioro de las condiciones macroeconómicas del país o región del mundo en la que desarrollan sus actividades.

crecimiento' y, por lo tanto, podría decirse que, como inician 'desde más abajo' y tienen más por recuperar, son más propensas a obtener mejores rendimientos relativos durante esta etapa inicial del ciclo.

2. A medida que pasa el tiempo, mientras el mercado alcista está vigente, la economía crece, el desempleo baja y los precios de las acciones suben, la FED comienza a considerar cada vez con una mayor certeza la posibilidad de subir las tasas de interés con el objetivo de evitar que la inflación aumente como consecuencia de que la creación secundaria de dinero derivada del otorgamiento de crédito por parte de los bancos provoque que la M2 (Broad Money)²⁰ aumente por encima de la cantidad de bienes y servicios disponibles en la economía. La FED eventualmente comienza a subir las tasas de interés de corto plazo, repitiendo este proceso en diferentes ocasiones y provocando tarde o temprano, un aplanamiento en la curva de rendimientos de los bonos. El sentimiento inversor pasa por diferentes estados hasta llegar al optimismo y, adicionalmente, durante todo ese proceso de transición, las empresas de sectores 'en crecimiento' se tornan muy atractivas ofreciendo rendimientos interesantes para los inversores, en parte debido a que, para ese momento, las empresas 'de valor' ya se recuperaron lo suficiente, en términos relativos, como para dejar de otorgar los grandes rendimientos que ofrecían durante la etapa inicial del ciclo alcista.
3. La curva de tasas se invierte a medida que la FED continúa subiendo las tasas de corto plazo y los inversores hacen caer las tasas de los bonos de largo plazo. Esto disminuye a su vez los márgenes netos de intermediación bancaria (que son una aproximación a la rentabilidad bruta que obtienen los bancos por su principal negocio) y quita a los bancos incentivos para dar créditos, lo cual afecta negativamente de forma directa a las empresas de sectores 'de valor'. El sentimiento inversor entra en euforia incorporando a los precios de las acciones expectativas futuras "demasiado buenas para ser reales" y tan positivas que muy difícilmente podrán ser satisfechas por las ganancias futuras que eventualmente obtendrán las empresas.
4. El cada vez menor otorgamiento de crédito por parte de los bancos, que no solo perjudica directamente a las empresas 'de valor' sino que también afecta negativamente a la actividad económica en general, sumado a las malas inversiones realizadas en el momento de euforia del mercado financiero llevan a la economía a una recesión y a las acciones a un mercado bajista, el cual termina gestándose, en última instancia, como el resultado de un contexto en el que convergen precios de acciones que suben descontando expectativas cada vez más exuberantes y difíciles de cumplir con fundamentos de empresas (ingresos, márgenes de rentabilidad y costo de capital) que muestran niveles cada vez mayores de deterioro y que son justificados y desestimados por la mayoría de los inversores, cuya emocionalidad se encuentra experimentando un sentimiento de euforia (frases comunes que suelen escucharse en este contexto son: "estamos en una nueva economía" y "esta vez será diferente").
5. Durante aproximadamente un año y medio, el mercado financiero y la economía real 'se depuran' de todas las malas inversiones realizadas en los momentos finales de optimismo y euforia del mercado alcista. Los recursos (capital y trabajo) que fueron mal asignados a

²⁰ M2 = Billetes y monedas + cuentas corrientes + cajas de ahorro + depósitos a plazo.

sectores de la economía y el mercado financiero en los que no fueron capaces de obtener los rendimientos necesarios para superar el costo de capital, son reasignados a sectores y empresas cuya productividad y crecimiento futuro les permitirán obtenerlos. La FED baja las tasas de interés y la curva de tasas vuelve a tener pendiente positiva, estableciéndose así el contexto necesario para dar inicio a un nuevo mercado alcista.

Esta secuencia no es, en absoluto, la única que existe, pero brinda al menos una guía de cómo evolucionan habitualmente los mercados alcistas y bajistas de tal manera que el inversor pueda saber, en todo momento, en qué etapa del ciclo se encuentra para así poder tomar las decisiones de inversión más apropiadas para cada contexto.

Lo más importante que debe tenerse en cuenta de lo descripto anteriormente es que, durante las etapas iniciales del ciclo económico / mercado alcista es más probable que se logren obtener muy buenos rendimientos si se invierte principalmente en empresas ‘de valor’ (Value) mientras que, durante las etapas intermedias, ya es posible obtener muy buenos rendimientos tanto en empresas ‘de valor’ (Value) como en empresas ‘en crecimiento’ (Growth) pero, a medida que el mercado alcista y el ciclo económico van madurando, llegando al optimismo y eventualmente a la euforia, las oportunidades de obtener grandes rendimientos se van reduciendo cada vez más hasta concentrarse principalmente en empresas ‘Quality Growth’.

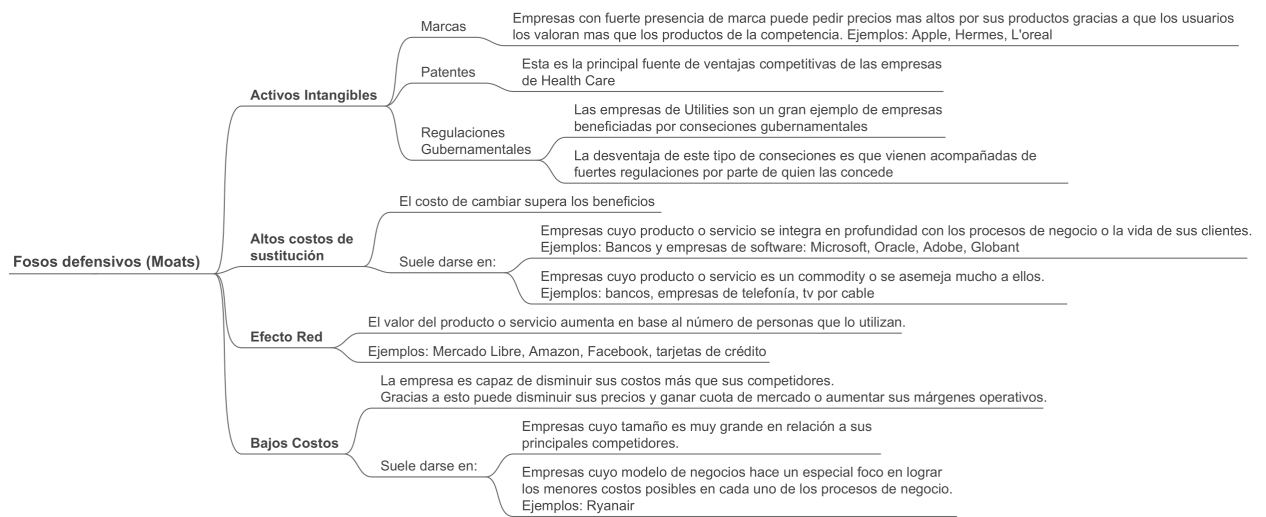
En un contexto de final de ciclo económico/mercado alcista en un país desarrollado, en el que la economía crece poco en términos reales (por ejemplo, con un PBI creciendo al 2,5% y una inflación del 2%), las empresas que mejores rendimientos obtienen son las consideradas como Quality Growth (crecimiento de calidad). De no ocurrir un evento inesperado de muy alto impacto negativo para las acciones (como ocurrió durante la crisis financiera de 2008), los contextos de final de mercado alcista son habitualmente liderados por los rendimientos de las empresas Quality Growth, aunque también es cierto que ocurren contra-tendencias ocasionales durante las que temporalmente lideran las empresas ‘de valor’, como es habitual en los mercados financieros gracias al movimiento browniano geométrico que caracteriza a este tipo de activos.

Según Seilern (2019), las empresas Quality Growth tienen las siguientes características:

- 1) **Modelo de negocio escalable:** En su forma más básica, un modelo de negocio escalable es aquel que permite a una empresa aumentar de forma sostenible sus ingresos y ganancias por acción. El mercado para sus productos/servicios debe ser lo suficientemente grande y abierto como para absorber el crecimiento continuo de la empresa. Este es el factor diferenciador porque si el mercado es demasiado pequeño, demasiado cerrado o está muy maduro y saturado de competidores como para soportar el crecimiento de la empresa, se deduce que sus ventas y ganancias por acción no podrán expandirse al ritmo necesario y que, en caso de que logre hacerlo, será la excepción, no la situación habitual en este tipo de mercados.
- 2) **Industria en crecimiento estructural:** A largo plazo, las ganancias por acción de una empresa son las que determinan el precio de sus acciones. Cuando una empresa hace crecer

sus ganancias por acción de forma sostenida en el tiempo el precio de las acciones eventualmente las seguirá, y con la ayuda del extraordinario poder de la capitalización compuesta, ese crecimiento se traducirá eventualmente en una rentabilidad para el inversor superior al promedio del mercado. Una industria en crecimiento es aquella que muestra una tasa de crecimiento superior a la del PIB y que cuenta actualmente con drivers que la ‘independizan’, en mayor o menor medida, de los altibajos del ciclo económico. Este tipo de crecimiento suele estar impulsado por cambios permanentes en la actividad económica y empresarial, aunque también pueden deberse a disrupciones tecnológicas o contextos demográficos. En aquellas industrias que ya no tienen crecimiento estructural, la única forma que tienen las empresas para crecer es intentar quitarle cuota de mercado a la competencia; esto no solo es algo muy costoso de hacer sino que conlleva riesgos importantes que pueden terminar perjudicando de manera permanente los fundamentos de las empresas participantes. Un ejemplo típico es la ‘guerra de precios’ en la que, para ganar cuota de mercado en una industria que no crece, una empresa decide bajar mucho sus precios, hasta el punto de incluso tener rentabilidad negativa, para así quitarle cuota de mercado a sus competidores, desplazándolos del mercado de ser posible y quedándose con su parte. Esta estrategia tan agresiva puede incentivar a las empresas competidoras a responder de la misma manera, desatando una guerra de precios en la que los consumidores se ven beneficiados a costa de las empresas que podrían terminar yendo a la quiebra si posteriormente no logran recuperar su rentabilidad.

- 3) **Compañía líder en su sector:** La rentabilidad de una empresa mediana en una industria en crecimiento estructural está expuesta a importantes riesgos, principalmente en las industrias que crean un mercado en el que el ganador se lo lleva todo (o se lleva la gran mayoría), donde la mayor parte de los ingresos van a parar a las empresas que son número uno o dos en dicha industria. Se necesitan muchos años de inversión, paciencia y buena gestión para que una empresa alcance el liderazgo de una industria y el tipo de posición dominante que le permita proteger sus ingresos de la competencia. Una de las principales ventajas de tener una posición de liderazgo en el mercado (y una de las principales características de una empresa de crecimiento de calidad) es la capacidad de fijar sus propios precios sin perder cuota de mercado; esto le permite mejorar sus márgenes de rentabilidad y sus ganancias por acción, pero tan importante como lo anterior es también el hecho de que, tener una posición dominante en una industria con crecimiento estructural le permite a la empresa estar en la posición ideal para capturar la mayor parte de los ingresos provenientes de dicho crecimiento.
- 4) **Ventaja competitiva sostenible:** Conocidas informalmente como ‘fosos defensivos’ (moats), son aquellas características cualitativas y cuantitativas que le permiten a una empresa defender sus ingresos y ganancias de la competencia. Existen varios tipos diferentes de ventajas competitivas:



Fuente: Elaboración propia en base a Cunningham, Eide, Hargreaves (2018)

- 5) **Fuerte crecimiento orgánico de ventas:** Estas empresas disfrutan de varios años de un crecimiento ‘superior’, posiblemente durante décadas, abarcando en el proceso hasta ciclos económicos enteros. Aun así, es probable que todas las empresas vean que, en algún momento, su impulso (‘momentum’) se detiene temporalmente debido a que una larga trayectoria de crecimiento no implica necesariamente que la pérdida del impulso alcista del precio sea inevitable. Una tasa de crecimiento ‘superior’ implica que la empresa es capaz de seguir aumentando sus ingresos y flujos de caja incluso durante una recesión, cuando la empresa promedio sufre inevitablemente un deterioro de sus ganancias o incluso experimenta pérdidas. El adjetivo ‘orgánico’ implica que el crecimiento de la empresa debe producirse por el crecimiento de sus propios negocios ya que crecer en base a fusiones y/o adquisiciones no es una forma sostenible ni eficiente para crecer a largo plazo. ¿Qué se considera cuantitativamente una tasa de crecimiento ‘superior’? Si la tasa promedio de crecimiento del PIB de un país está en la zona de, por ejemplo, el 3%, un crecimiento ‘de calidad’ implica un crecimiento de los ingresos lo más cercano posible a los dos dígitos. Aun así, si el promedio de las empresas de una industria crece a un porcentaje cercano a los dos dígitos, en ese caso la empresa de ‘crecimiento de calidad’ debería tener un crecimiento en sus ingresos de dos dígitos. Dicho de otra manera: ninguna empresa cuyos ingresos crezcan a un ritmo inferior a un dígito alto y sus ganancias a menos de dos dígitos puede considerarse como una empresa de ‘crecimiento de calidad’ dentro de esa industria porque allí ‘la vara está más alta’ que en industrias con un crecimiento más cercano al promedio.
- 6) **Baja concentración de clientes o presencia geográfica diversificada:** La diversificación es una estrategia que siempre se utiliza para reducir riesgos. Si un pequeño número de clientes representa la mayor parte de los ingresos de una empresa, el riesgo para ésta, en caso de que uno o varios de ellos se retiren del negocio, es claramente alto. Del mismo modo, si la mayoría de los clientes de la empresa se encuentran en un país expuesto a la interferencia política en el sector privado, nunca se puede descartar el riesgo de que se modifiquen leyes o

regulaciones del país en detrimento de los fundamentos de la empresa. De esto se desprende que el mejor escenario para una empresa es que sus ingresos estén dispersos geográficamente y en un gran número de clientes para así evitar darle demasiado poder sobre los fundamentos de la compañía a un pequeño grupo de clientes o al gobierno de un país.

7) **Baja intensidad de capital y alto ROIC:** Una exitosa empresa con baja intensidad de capital consigue utilizar cantidades modestas de capital con un alto grado de productividad. Esto habitualmente excluye a las empresas que requieren inyecciones regulares de capital, las cuales a menudo se encuentran en el sector de materiales, energético o industrial, incluyendo por ejemplo a los fabricantes cuya actividad implica la transformación de materias primas o productos semielaborados. Estas empresas son, por su propia naturaleza, cíclicas, lo que hace que sus ganancias futuras sean difíciles de predecir; esta característica constituye un riesgo lo suficientemente alto como para dejarlas afuera de la categoría de ‘quality growth’. Las empresas poco intensivas en capital tienen ganancias menos volátiles y esto hace posible valuarlas con mayor confianza. Para detectarlas puede observarse cómo varían las ganancias operativas (EBIT) al variar las ventas. A mayor intensidad de capital, la sensibilidad que tiene la variación de las ganancias operativas al variar las ventas tiende a ser más alta, tanto cuando las ventas aumentan como cuando bajan (y si la baja es muy grande en un contexto en el que la empresa está muy endeudada, puede llegar a ir a la quiebra). **Como las empresas ‘de valor’ suelen caracterizarse por ser intensivas de capital, esta es otra de las razones por las que son excelentes inversiones en el inicio de los mercados alcistas / expansiones económicas ya que, el incremento de ingresos que se produce en ese contexto inicial se transforma, en este tipo de empresas, en incrementos más que proporcionales de sus ganancias operativas y de sus ganancias por acción.** Otra forma de detectar empresas intensivas en capital es calcular el ratio Activos fijos netos / Activos totales y, si es mayor a 0,5 deberíamos considerarlas como ‘capital intensivas’, aunque es recomendable analizar cada empresa dentro del contexto concreto que está atravesando. También es recomendable verificar cuántos de los gastos administrativos y generales están, por sus características, ‘fijos’ dentro de la empresa. El ROIC es una variable que nos muestra lo eficiente que es una empresa en las inversiones que realiza así que siempre debemos calcularlo al analizarla. Cuando el ROIC supera el WACC, estamos ante una empresa que está creando valor para sus accionistas.

8) **Balance y posición financiera sólida:** Es evidente que una empresa con un balance cargado de deuda requerirá eventualmente que sus ganancias se desvíen hacia el reembolso de la deuda y los intereses en lugar de redistribuirlas en el negocio. Aunque muchas empresas cíclicas y endeudadas, que requieren de gastos regulares de capital para construir nuevas instalaciones son sólidas, su deuda tendrá que ser reembolsada o renovada en algún momento y esto pesará sobre sus ganancias, lo cual con el tiempo, es probable que se refleje en una valoración bursátil menos sólida. El pago de los intereses de la deuda reduce la responsabilidad de la empresa en el impuesto a las ganancias, ya que ese monto es deducible, y es un hecho probado en la teoría financiera que el uso de la deuda agrega valor a la

empresa siempre que la tasa de rendimiento lograda por el capital adicional supere el costo de esa deuda, pero aun así, también es cierto que la deuda no está exenta de costos debido a que sigue siendo una obligación asumida por la empresa con acreedores y es, para el accionista, la fuente de un importante riesgo adicional para la seguridad de su inversión. Si las tasas de interés suben, o la economía entra en una fase de recesión, las ganancias obtenidas por la adquisición de deuda pueden convertirse rápidamente en una fuente de angustia y pérdida de valor. El uso del apalancamiento que proporciona la deuda aumenta la volatilidad de las ganancias, en el lado positivo, pero también las pérdidas, en el lado negativo. La historia financiera está plagada de ejemplos de empresas que han caído en bancarrota por culpa de niveles excesivos de deuda, con resultados a menudo devastadores para sus accionistas. El inversor en crecimiento de calidad, al ser paciente, prudente y estar muy atento al riesgo de pérdida permanente de capital, no desea ni necesita aceptar ese riesgo por lo que invierte en empresas cuya relación Deuda/Equity sea lo más baja posible.

- 9) **Cuentas transparentes:** Comprender el estado financiero de una empresa y la manera en la que están marchando sus negocios es esencial para el inversor. En el proceso de búsqueda de este objetivo, la contabilidad desempeña un papel primordial para la determinación del valor de la empresa y la evaluación del riesgo asociado a la inversión. Las empresas de crecimiento de calidad deben tener cuentas fáciles de entender y con poca ‘letra pequeña’ ya que el inversor en calidad busca empresas cuyos ingresos puedan convertirse sin mucha distorsión en ganancias. Existen muchas maneras legales de manipular las cuentas del balance y el estado de resultados con el objetivo de aumentar o disminuir el número que finalmente se presentará como el ‘resultado neto del ejercicio’ así que vale la pena tomarse el tiempo necesario para detectar cambios inusuales en cuentas de los estados financieros de una empresa durante diferentes periodos. En un mundo ideal, los directivos y los accionistas deberían intercambiar información con un margen mínimo de conflicto de intereses, pero lamentablemente, muchas empresas esconden sus errores y problemas detrás de una serie de prácticas contables legales diseñadas para modificar sus resultados con bastante flexibilidad.
- 10) **Excelente gestión y gobierno corporativo:** ¿Qué características tiene el ‘gerente ideal’ con el que deberíamos asociarnos? Debería tener al menos diez (de ser posible veinte) años de experiencia en la empresa, de tal manera de asegurarnos que haya atravesado contextos económicos muy diversos dentro de la misma. Es muy deseable que antes de ser CEO haya trabajado en ventas y/o en la gerencia de operaciones o producción porque eso nos indica que estuvo mucho en contacto con la base de clientes de la compañía (Si antes de ser CEO fue gerente de finanzas o administrativo es una mala señal porque difícilmente sabrá cómo se comportan los clientes al no haber estado directamente en contacto con ellos). Desconfiemos siempre que el nuevo CEO de una compañía sea alguien que viene desde fuera, y peor aún si viene de empresas de industrias muy diferentes a la de la empresa actual. El hecho de que un gerente haya tenido éxito en empresas de una industria no garantiza que lo será en empresas de otras industrias. Asociarse con gerentes competentes y sobresalientes es tal vez el factor más determinante del rendimiento que tendrán nuestras inversiones en el futuro por lo que

no es algo para analizar a la ligera. Más aún, según Sisodia, Wolfe, Sheth (2007), que hacen un completo análisis durante 10 años de empresas que no tienen como único objetivo el beneficio del accionista sino el beneficio de todos los stakeholder (clientes, empleados, proveedores, accionistas y comunidad), sus autores demuestran que este tipo de empresas le ganaron (y por mucho) en rendimiento al S&P 500, tanto en el periodo de 10 años como así también en periodos de 3 y 5 años así que está por demás de confirmado que si elegimos buenas empresas, con gerentes sobresalientes cuyos incentivos estén alineados con la generación de valor para todos los influenciados por la empresa a largo plazo, los accionistas estaremos entre los que más nos beneficiaremos de ello.

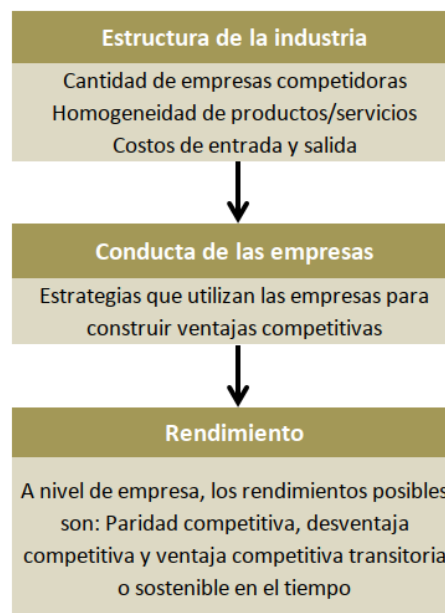
Ningún tipo de empresa, ya sea esta ‘de valor’ o ‘en crecimiento’, es inherentemente mejor que el otro, ni tiene la capacidad para obtener mejores rendimientos relativos durante todo el tiempo. Es por esa razón que los inversores no deberían enfocarse exclusivamente en un solo tipo de empresa, incluyendo siempre solo a uno de ellos en el portafolio, debido a que eso aumentaría mucho el riesgo total del mismo. De hecho, lo más sensato que un inversor puede hacer en base a esto es ir identificando las tendencias de liderazgo de ‘Value’ y ‘Growth’ durante todo el tiempo que dura el ciclo del mercado alcista para, de esa manera, lograr aprovechar las oportunidades que brinden las empresas de los diferentes sectores a lo largo de todo el desarrollo del ciclo y que aquellos inversores que se enfocan en un solo tipo de empresa ignorarán.

Capítulo 3: Análisis de Industrias

Uno de los principios básicos de la economía asume que las sociedades están mejor cuando las industrias son muy competitivas, entendiéndose por ello industrias en las que hay una gran cantidad de empresas compitiendo con productos o servicios que son muy similares entre sí y en las que no resulta costoso para las empresas entrar o salir.

En este tipo de industrias, las empresas deben estar constantemente esforzándose para mantener sus costos bajos, la calidad de sus productos/servicios es alta y, cuando les resulte posible, deben innovar para aumentar sus probabilidades de sobrevivir a largo plazo.

Todo lo dicho en el párrafo anterior es consistente con lo que los clientes quieren de las empresas con las que interactúan y, por lo tanto, es consistente con el bienestar general de la sociedad que pretenden los gobiernos. Esta pretensión por parte de los gobiernos los llevó, de hecho, a desarrollar en la década de 1930 un modelo que les permitiese entender las características y la evolución de las diferentes industrias que constituyen los sectores en los que se divide la economía del país con el objetivo de identificar a las que no estuviesen en ‘competencia perfecta’ y, de esa manera, idear regulaciones que las hicieran acercarse a ella. Ahora bien, este modelo, llamado ‘modelo de Estructura-conducta-rendimiento’ (Structure-conduct-performance model o S-C-P model), no solo es útil para los gobiernos sino también para todos aquellos que estén interesados en entender las características y el comportamiento de las empresas que componen una industria (por ejemplo: los inversores). El resumen de su estructura se encuentra en el siguiente cuadro:



Fuente: Barney y Hesterly (2019).

La lógica que vincula la estructura de una industria con el comportamiento de las empresas que la componen y los rendimientos que estas obtienen es la siguiente: Las características de la industria en la que una empresa realiza sus operaciones definen el rango de oportunidades posibles que tiene a su disposición y también las diferentes restricciones que enfrenta. En algunas industrias las empresas tienen pocas opciones a su disposición y enfrentan una multitud de restricciones, lo cual da como resultado una industria en la que las empresas solo pueden obtener una ‘paridad competitiva’, es decir que el ROIC de todas ellas será muy similar entre sí y muy cercano al costo de capital.

En las estructuras en las que la industria ofrece a las empresas que la componen pocas oportunidades para obtener ingresos y muchas restricciones ocurre que dicha estructura determina completamente tanto la conducta que las empresas siguen y el rendimiento sobre el capital invertido²¹ que sus negocios obtienen a largo plazo. Sin embargo, en otras industrias menos competitivas, las empresas enfrentan menos restricciones y tienen a su disposición un rango muy amplio de alternativas de conducta disponibles, algunas de las cuales tienen incluso la capacidad de permitirles construir ventajas competitivas. Aun así, es importante remarcar que la estructura de la industria tiene un fuerte impacto sobre la cantidad de tiempo durante el que una empresa puede lograr mantener vigentes sus ventajas competitivas en un contexto de competitividad en ascenso.

Modelo de amenazas contextuales

Una manera muy apropiada de analizar y describir cada uno de los componentes del modelo S-C-P consiste en combinarlo con el modelo de las fuerzas competitivas de Porter debido a que esta combinación permite determinar el marco competitivo que tiene la industria que se está analizando.

Para una empresa que busca forjar ventajas competitivas, una amenaza proveniente del entorno consiste en todo individuo, grupo u organización externo a la compañía que busca reducir su rendimiento sobre el capital invertido y, por lo tanto, la creación de valor para sus accionistas. Todas estas amenazas son capaces de incrementar los costos de la empresa como así también reducir sus ingresos, provocando en definitiva, una reducción del resultado operativo y un menor free cashflow.

En términos del modelo S-C-P, las amenazas contextuales son fuerzas que intentan incrementar la competitividad dentro de una industria, ejerciendo una presión que intenta llevar el rendimiento sobre el capital de las empresas hacia un nivel de paridad competitiva. Las cinco amenazas contextuales identificadas por Porter (1980) son:

1. Amenazas de nuevos competidores.
2. Amenaza de incremento de la rivalidad entre competidores actuales.
3. Amenazas de productos/servicios sustitutos de mayor calidad y/o menor precio.
4. Amenazas de aumento del poder de negociación de los proveedores.

²¹ Su denominación en inglés es ‘Return on invested capital’ o ROIC y es muy utilizada.

5. Amenazas de aumento del poder de los clientes.



Fuente: Elaboración propia en base a Barney y Hesterly (2019).

Cuando en una industria estas cinco fuerzas tienen una intensidad muy alta, su entorno competitivo se aproxima a lo que los economistas llaman 'competencia perfecta' mientras que, cuando estas cinco fuerzas en una industria son muy débiles, su entorno competitivo se aproxima a la configuración de un monopolio. Entre estos dos extremos, los economistas identificaron otros dos tipos de marcos competitivos que pueden darse en una industria y que reciben los nombres de 'competencia monopolística' y 'oligopolio', cuya característica distintiva es que, en ellos, la intensidad que tienen las cinco fuerzas es moderada.

Una industria es perfectamente competitiva cuando hay en ella una gran cantidad de empresas compitiendo, los productos/servicios que ofrecen son bastante homogéneos en costos y características y las barreras de entrada y salida son prácticamente inexistentes. Las empresas que forman parte de este tipo de industrias solo pueden aspirar a obtener paridad competitiva.

En industrias con competencia monopolística hay una gran cantidad de empresas compitiendo y bajos costos de entrada y salida pero, a diferencia de lo que ocurre en las industrias con competencia perfecta, los productos/servicios de estas industrias no son homogéneos con respecto a sus costos y características; gracias a esto, las empresas en este tipo de industrias tienen la posibilidad de

construir ventajas competitivas que les permiten obtener ROICs²² superiores a los de sus competidores.

Las industrias oligopólicas se caracterizan por contar con un número reducido de empresas que compiten entre sí con productos/servicios bastante homogéneos que están protegidos por altos costos de entrada y salida. Esta estructura competitiva les brinda a las empresas la posibilidad de forjar ventajas competitivas.

Por último, una industria es monopolica cuando consiste en una sola empresa y los costos de entrada o salida son excesivamente altos, llegando en algunos casos de regulaciones gubernamentales a estar incluso prohibida la entrada de nuevos competidores. Gracias a esto, las empresas que ejercen el monopolio son capaces de construir ventajas competitivas duraderas, aunque también puede ocurrir que la empresa sea incapaz de forjarlas como consecuencia de estar siendo gestionada de manera ineficiente o porque debe someterse a regulaciones gubernamentales que controlan el precio que puede cobrar por los productos/servicios que ofrece.

A continuación, se expone un cuadro que resume lo dicho en los párrafos anteriores:

Tipo de competencia	Características	Ejemplos	Rendimiento esperado de las empresas
Competencia perfecta	Gran cantidad de empresas Productos homogéneos Bajos costos de entrada y salida	Energía (petróleo y gas) Granos Metales	Paridad competitiva
Competencia monopolica	Gran cantidad de empresas Productos heterogéneos Bajos costos de entrada y salida	Pasta de dientes Automóviles Shampoo	Ventaja competitiva
Oligopolio	Pocas empresas Productos homogéneos Altos costos de entrada y salida	Aviones Fabricantes de acero Ferrocarriles Sistemas operativos de teléfonos móviles	Ventaja competitiva
Monopolio	Una empresa Costos de entrada y salida muy altos	Distribuidoras de energía eléctrica, agua, gas Buscadores web	Paridad competitiva Ventaja competitiva

Fuente: Elaboración propia en base a Barney y Hesterly (2019).

Amenazas de nuevos competidores

Los ‘nuevos competidores’ son las empresas que han comenzado a operar recientemente en una industria o que amenazan con comenzar a operar próximamente en ella.

²² ROIC = Resultado operativo_t x (1 – tasa marginal impuesto a las ganancias) / [Valor de libros de la deuda de corto y largo plazo_{t-1} + Valor de libros del Equity_{t-1} – Caja y equivalentes_{t-1}]

De acuerdo con el modelo S-C-P, los nuevos competidores están motivados a ingresar a una industria debido a las grandes ganancias que alguna de las empresas de la misma está obteniendo o por las ganancias futuras que podrían llegar a obtener. Las empresas que, motivadas por la posibilidad de obtener grandes ganancias ingresan a una industria, incrementan en ella el nivel de competitividad y reducen, como consecuencia de ello, el rendimiento promedio de todas las empresas que la componen. Ante la ausencia de barreras de entrada o la presencia de barreras de entrada muy débiles, el ingreso de empresas a la industria continuará mientras que sus ventajas competitivas y las características de la industria les permitan obtener rendimientos muy superiores a su costo de capital, pero a su vez, se detendrá cuando la disminución de los márgenes de rentabilidad operativa de las empresas haya descendido lo suficiente como para que todas ellas estén en una situación de paridad competitiva, es decir, obteniendo en promedio un ROIC ligeramente superior a su costo de capital o incluso inferior en el caso de las empresas menos eficientes.

El grado de amenaza que representa la posible entrada de nuevos competidores para el rendimiento de las empresas de una industria depende de qué tan costosa les resulte dicha entrada porque, si el costo de entrar a competir a la industria (medido como inversiones de capital, investigación y desarrollo, cumplimiento de regulaciones gubernamentales, curva de aprendizaje, etc), es superior a las potenciales ganancias que, en promedio, una empresa podría obtener, entonces la entrada no se producirá ya que, de hacerlo, la empresa estaría destruyendo el valor de sus accionistas y, por lo tanto, el ingreso de nuevos competidores no será una amenaza para las empresas que se desempeñan actualmente en esa industria. Aun así, el statu quo de esa industria puede cambiar si una baja en los costos y/o un aumento de los ingresos provocan que el ROIC potencial que podría obtener una empresa por ingresar a competir a esa industria pasa a ser superior a su costo de entrada.

Reciben el nombre de ‘barreras de entrada’ todos los atributos de la estructura de una industria y las características de las empresas que incrementan los costos de entrada de nuevos competidores. Cuando las barreras de entrada de una industria son muy altas, los potenciales nuevos competidores no entrarán incluso aunque las empresas que pertenecen a ella estén obteniendo altos rendimientos sobre el capital, provenientes de las ventajas competitivas que han forjado.

Las barreras de entrada que han sido identificadas en el modelo S-C-P son las siguientes:

1. Economías de escala
2. Diferenciación de productos/servicios
3. Bajos costos, independientes de la escala
4. Regulaciones gubernamentales

Economías de escala como barreras de entrada

Las economías de escala existen en una industria cuando los costos por unidad producida de una empresa caen en función de su volumen de producción. Por lo general, a medida que una empresa

aumenta su volumen de producción, sus costos por unidad producida caen hasta un cierto punto a partir del cual, el volumen de producción se torna tan grande que se pierden eficiencias y el costo por unidad comienza nuevamente a aumentar a medida que aumenta el volumen de producción (esto último recibe el nombre de ‘deseconomías de escala’).

Para ver cómo las economías de escala pueden actuar como una barrera de entrada véase el siguiente ejemplo: Imagine una industria manufacturera en la que hay cinco empresas compitiendo; cada una de ellas tiene una planta cuyo nivel óptimo de producción son 4.000 unidades de un producto muy homogéneo. Como es una industria madura, la demanda se ha mantenido muy estable a lo largo de los años en 22.000 unidades. Dadas estas condiciones, puede notarse que la demanda total en esa industria supera a la oferta de $5 \times 4.000 = 20.000$ unidades y, como lo indica la teoría económica, cuando la demanda supera a la oferta el precio del producto o servicio ofrecido se eleva por lo que puede suponerse que las cinco empresas de esa industria están obteniendo una elevada rentabilidad, la cual lógicamente atrae a competidores que intentan capturar al menos una parte de ella, siempre y cuando las barreras de entrada no sean demasiado altas.

En el caso de esta industria, siguiendo con el ejemplo, la barrera de entrada de encuentra en sus economías de escala porque, para que una nueva empresa que esté planeando ingresar a la industria a competir pueda optimizar sus costos en todo lo posible debe construir una planta que produzca 4.000 unidades pero, al hacer eso, la industria dejaría de tener un exceso de demanda para tener un exceso de oferta y provocaría una caída en el precio de los productos que no solo disminuiría las ganancias de todas las empresas que la componen sino que podría provocar incluso que algunas de ellas pierdan dinero, siendo la última empresa que ingresó a la industria la más vulnerable ante esa situación por su falta de experiencia y conocimientos específicos del negocio. Una alternativa para la nueva empresa de la industria sería la de comenzar con una planta de producción más pequeña que el nivel óptimo (por ejemplo: 1.000 unidades) aprovechando que ese aumento de la oferta aún deja demanda insatisfecha, pero el problema que tiene esta estrategia son las desventajas de costos que asume la empresa al no producir en el nivel óptimo de las economías de escala de la industria.

Enfrentada con esas dos alternativas poco prometedoras, la potencial nueva empresa competidora simplemente concluye que no le resulta conveniente entrar a competir a esa industria a pesar de que, actualmente, las empresas que la integran están obteniendo altos rendimientos sobre su capital invertido. Tal como está el estado del arte de esa industria en ese momento, las barreras de entrada forjadas por las economías de escala son muy altas como para que una nueva empresa logre superarlas con éxito, aunque eso no quiere decir que serán eternamente infranqueables porque, como los mercados son dinámicos, en el futuro podría ocurrir que, por ejemplo, una empresa desarrolle un método o tecnología para volverse más eficiente, bajando sus costos y aumentando su productividad hasta el punto de ser capaz de tener economías de escala superiores a las de las empresas que integran actualmente la industria y, una situación como esta, le permitiría competir con ellas en condiciones tales que le posibiliten sobrevivir a la baja de rendimientos que se produciría como resultado del aumento de la oferta que esa nueva empresa traería a la industria.

Otra alternativa disponible que puede utilizar una empresa para ser capaz de ingresar a la industria descrita en el ejemplo anterior sería la de intentar expandir el tamaño total de la industria, por ejemplo desde las 22.000 unidades hasta las 24.000 y, de esa manera, tener la posibilidad ingresar con una planta que funcione al óptimo nivel de producción sin provocar, como consecuencia de eso, un exceso de oferta que presione los precios a la baja.

En caso de no ser capaz de crear mejores economías de escala que las que tienen las empresas que integran una industria, una potencial empresa competidora podría intentar sortear las barreras de entrada mediante la diferenciación de sus productos, haciéndolos lucir especiales y con características superiores a los actualmente ofrecidos por las empresas de esa industria. El objetivo de esta estrategia es ser capaz de cobrar por ellos precios superiores al promedio de la industria y compensar, de esa manera, los mayores costos que debe afrontar la empresa por no estar produciendo al óptimo nivel de las economías de escala de la industria.

Un ejemplo concreto del uso de economías de escala como barreras de entrada se encuentra en la industria de la producción de acero ya que, para explotar al máximo las economías de escala que brinda esa industria, las plantas de producción necesitan ser muy grandes, lo cual provoca que una empresa que quiera ingresar a esa industria necesite construir una de esas grandes y eficientes plantas de producción y esté obligada, como consecuencia de eso, a realizar una gran inversión de capital de antemano que luego les costará recuperar (si es que alguna vez la recupera) a causa de que, al aumentar la oferta de acero, su precio caerá y se verán reducidas las ganancias de todas las empresas en su conjunto debido a que el producto que fabrican es muy homogéneo. Este tipo de situaciones disuade a las nuevas empresas de ingresar a esa industria pero, en la década de 1970, ocurrió una innovación tecnológica que consistió en el surgimiento de plantas de producción más pequeñas que les permitieron a las empresas que las implementaron mover la curva de las economías de escala hacia la izquierda gracias al incremento de eficiencia que generaban. Esto a su vez les permitió a estas empresas alcanzar precios de venta muy competitivos a menor escala en algunos segmentos de la industria del acero y disminuyó las barreras de entrada que tenía esta industria al permitir que ingresen a la misma empresas más pequeñas que utilizaban esa nueva tecnología que les permitía operar con ventajas en costos respecto a las grandes empresas tradicionales de esa industria que estaban utilizando tecnologías más antiguas.

Diferenciación de productos/servicios como barrera de entrada

La diferenciación de productos/servicios se manifiesta en el hecho de que las empresas pertenecientes a una industria poseen marcas con las que sus clientes se identifican y que les generan una lealtad hacia la empresa de la cual carecen las empresas que desean ingresar a competir a la misma.

La identificación de marca y la lealtad de los clientes funcionan como barreras de entrada debido a que los nuevos competidores no solo tienen que absorber los costos habituales asociados a iniciar operaciones en una industria sino que, además, necesitan absorber los costos asociados a superar las ventajas derivadas de la diferenciación con las que cuentan las actuales empresas pertenecientes a la misma. Si los costos requeridos para superar esas ventajas son más elevados que el potencial ROIC que una empresa puede obtener al entrar a competir a esa industria (según sus propios cálculos y estimaciones), eso la desincentiva de entrar a competir a la misma, incluso si las empresas que actualmente la integran están obteniendo ROICs muy superiores a su costo de capital.

Ejemplos de este tipo de barreras de entrada existen en todo tipo de industrias debido a que están ligadas a la subjetividad con la que los clientes valoran un producto o servicio y no a si racionalmente consideran que un producto o servicio es mejor que otro. El vino, por ejemplo, es un producto muy consumido a nivel mundial pero con un gran sesgo de localidad; es decir que los consumidores de cada país suelen preferir los productos locales y ven a las marcas internacionales como ‘exóticas’ (esto por supuesto en los casos de países que son productores de vinos). Dada esta característica de la industria, una empresa que quiera comenzar a vender sus vinos en un mercado extranjero debe tener en cuenta que, para obtener un alto rendimiento sobre su inversión puede: 1) Utilizar su ‘exoticidad’ como una característica distintiva, la cual es una estrategia riesgosa porque relega al producto a un consumo ‘no habitual’, o 2) Como debe superar ese sesgo de localidad si desea convertirse en un producto de consumo habitual en el mercado extranjero, la empresa puede optar por adquirir una marca local que tenga un alto nivel de conocimiento y comenzar a vender sus propios productos bajo esa marca.

Bajos costos, independientes de la escala, como barrera de entrada

Gracias a la experiencia, los errores cometidos y los conocimientos adquiridos a través de su historial de actividad en la industria, las empresas que la componen pueden desarrollar eficiencias que les permiten bajar sus costos, independientemente de las economías de escala que también pueden generar. Como consecuencia de esto, aquellas empresas que intenten ingresar a la industria a competir se encontrarán en desventaja de costos al compararse directamente con las empresas que ya forman parte de la misma.

Las nuevas empresas que ingresan a una industria con estas características se ven obligadas a implementar estrategias para sobreponerse a estas desventajas de costos, si es que quieren sobrevivir pero estas, a su vez, aumentan sus costos mientras están siendo implementadas y disminuyen las ganancias que la empresa podría estar obteniendo por lo que, si tarda demasiado en desarrollar las eficiencias necesarias para bajar sus costos a un nivel cercano al de las otras empresas de la industria, la nueva empresa podría verse obligada a tener que dejar de operar en ella.

En algunos casos, las empresas de una industria que ostentan ventajas en costos independientes de la escala pueden obtener altos ROICs y aun así, no sufrir la amenaza de nuevos competidores debido a que el costo que estos asumen para generar las eficiencias que les permitirían ser competitivos y rentables les resultan prohibitivas.

Los casos más típicos de ventajas en costos independientes de la escala son los siguientes:

- **Tecnología propietaria:** En algunas industrias las tecnologías propietarias (patentes, derechos de autor, licencias, fórmulas, etc) les brindan a las empresas que las posean importantes ventajas en costos frente a potenciales nuevos competidores así que, para poder aspirar a tener éxito en esas industrias, los nuevos competidores deberían ser capaces de desarrollar sus propias tecnologías sustitutas o correr el riesgo de intentar copiar las tecnologías que son propiedad de las otras empresas. Ambas alternativas pueden terminar resultándoles muy costosas.
- **Conocimientos de gestión (know-how):** Esta barrera de entrada consiste en el conocimiento e información que muchas veces se dan por sentados pero que son muy necesarios para competir con éxito diariamente en una industria. El ‘know-how’ consiste en toda aquella información que le ha tomado a la empresa años y hasta tal vez décadas reunir y que le permite interactuar exitosamente con sus stakeholders (proveedores, empleados, clientes y accionistas), ser innovadora, creativa y fabricar productos o desarrollar servicios de calidad de manera muy eficiente. Típicamente, las nuevas empresas que ingresan a una industria no tienen acceso a ese ‘know-how’ y es habitual que les resulte costoso en términos de tiempo y dinero poder adquirirlo.
- **Acceso favorable a materias primas:** Si las empresas de una industria necesitan de una determinada materia prima para sus operaciones y una o algunas de ellas tienen acceso privilegiado o ventajoso a la misma, gozarán gracias a eso de una ventaja en costos que les resultará difícil de replicar a potenciales competidores.
- **Disminuciones de costos provenientes de la curva de aprendizaje:** De manera similar a como ocurre con el ‘know-how’, una empresa también puede reducir sus costos a medida que sus empleados, con el paso del tiempo, se van volviendo cada vez más eficientes en los procesos de fabricación de productos o de desarrollo de servicios. En estos contextos, los potenciales competidores deben tolerar costos relativamente más altos que las actuales empresas de la industria durante periodos prolongados de tiempo mientras van ganando experiencia y conocimiento, lo cual llega en algunos casos a directamente disuadirlos de entrar a competir a la misma si los gerentes de la compañía notan que el riesgo de no llegar a ser rentables mientras dure el financiamiento es alto.

Regulaciones gubernamentales como barrera de entrada

Los gobiernos, por sus propias razones, pueden tener incentivos para incrementar el costo de entrada de empresas a una determinada industria o para directamente prohibir la entrada de nuevos competidores. Este tipo de situaciones ocurre frecuentemente en industrias que operan como monopolios regulados por el gobierno ya que, en esos contextos, el gobierno ha concluido que esa es la mejor configuración posible para que los productos o servicios producidos por esa industria lleguen a la población a precios razonables, en lugar de dejar que lo hagan las ‘fuerzas del mercado’. Las industrias pertenecientes al sector de utilities suelen tener este tipo de barreras de entrada.

Amenaza de incremento de la rivalidad entre competidores actuales

Los nuevos competidores son una importante amenaza para la capacidad que tienen las empresas de una industria de mantener e incrementar su ROIC, pero lo cierto es que no es la única amenaza que sufren porque la intensidad con la que compiten con las otras empresas pertenecientes a la industria puede también convertirse en una amenaza importante.

El peor de los escenarios es el que se produce cuando la rivalidad entre las empresas de una industria es tan fuerte que se terminan entrelazando en una ‘guerra de precios’ ya que este tipo de escenarios tiene el potencial de prolongarse por tanto tiempo y volverse tan encarnizado que las empresas podrían terminar hasta vendiendo a precios por debajo de sus costos (algo insostenible en el tiempo) e infringiéndose de esa manera un gran daño a sí mismas debido a que, una vez que sus clientes se acostumbraron a niveles de precios tan bajos como los que disfrutaron durante la guerra de precios, bien podrían no estar dispuestos a tolerar los niveles de precios más altos que indefectiblemente llegarán cuando las empresas se vean obligadas a aumentarlos ante la imposibilidad de sostener niveles de precios que terminarían llevándolas eventualmente a la quiebra.

Otros escenarios posibles que señalan un recrudecimiento de la rivalidad entre empresas consisten en un aumento de la frecuencia de introducción de nuevos productos/servicios, campañas de publicidad más intensas y la implementación de contra-estrategias que tienen por objetivo responder directamente a estrategias que están siendo implementadas por los competidores (por ejemplo, igualando inmediatamente los descuentos que están ofreciendo las otras empresas).

Las características más habituales que denotan que el grado de rivalidad de una industria puede tornarse muy alto son los siguientes:

- Gran cantidad de empresas competidoras que tienen aproximadamente el mismo tamaño y similares características.

- Poco crecimiento de la industria en su totalidad. En este escenario, las empresas que buscan crecer en ganancias incrementando sus ventas están obligadas a intentar quitarles cuota de mercado a sus competidores.
- Carencia de diferenciación de productos/servicios. Cuando la capacidad de diferenciación no es una estrategia viable para las empresas de una industria, estas se ven obligadas a competir solamente en base a precios, lo cual como se ha dicho anteriormente, sienta las bases para que en esa industria se produzca una guerra de precios que termine destruyendo mucho valor de las empresas involucradas.
- Oferta que es incorporada en grandes cantidades. Si para obtener economías de escala la producción de una empresa necesita experimentar un gran incremento, la industria corre el riesgo de sufrir, como consecuencia de eso, periodos de exceso de oferta luego de que esa capacidad haya sido agregada. Ese exceso de oferta presiona los precios a la baja e incentiva a las empresas competidoras a responder de manera equivalente o incluso de manera más agresiva. Existen industrias que, por sus propias características, generan habitualmente incrementos de oferta en grandes cantidades por lo que están en constante riesgo de sufrir excesos de oferta. Un ejemplo de estas industrias es la de la aviación comercial ya que, en ella, los aumentos de oferta no pueden producirse por asiento sino que deben producirse por avión, agregando una gran cantidad de oferta en cada incremento.

Amenazas de productos/servicios sustitutos

Los productos o servicios provistos por empresas que son competidoras directas en una industria satisfacen aproximadamente las mismas necesidades de los clientes y de la misma manera que lo hacen las demás. Los productos o servicios sustitutos, en cambio, satisfacen aproximadamente las mismas necesidades de esos clientes pero lo hacen de una manera diferente.

Los productos y servicios sustitutos les ponen un techo a los precios que las empresas de una industria pueden cobrar por sus propios productos/servicios, así como también a las ganancias que pueden obtener ya que, en casos extremos, los sustitutos serían capaces de hasta reemplazar directamente a los productos/servicios ‘originales’, aunque también es cierto que esto solo sucede cuando tienen características superiores.

La existencia de productos/servicios sustitutos juega un rol permanente en lo que respecta a amenazar con reducir las ganancias potenciales que las empresas de una industria pueden llegar a obtener así que es sumamente importante detectarlos y evaluar el grado de amenaza que representan para las empresas de la industria que se está analizando.

Amenazas de aumento del poder de negociación de los proveedores

Los proveedores pueden amenazar el rendimiento de las empresas de una industria al incrementar el precio de los insumos que venden o mediante la reducción de la calidad de los mismos. Cualquier ganancia que las empresas de una industria estén obteniendo puede ser transferida a sus proveedores mediante esta estrategia.

Los atributos más destacados que pueden aumentar el grado de amenaza que representan los proveedores para las ganancias de las empresas de una industria son los siguientes:

- Los proveedores de una industria están compuestos por un número reducido de empresas. En estos escenarios, las empresas de la industria no tienen más alternativa que comprarle a alguno de los pocos proveedores que tienen disponibles, los cuales por lo tanto, tienen un gran poder para imponerles a estas empresas los precios que ellos deseen y/o reducir la calidad de aquello que les venden con el objetivo de aumentar sus propias ganancias a expensas de sus clientes. Lo contrario ocurre cuando las empresas de una industria tienen a su disposición a una gran cantidad de proveedores ya que, en esos casos, los proveedores tienen muy poco poder como para convertirse en una amenaza para las ganancias de sus clientes.
- Los proveedores venden productos/servicios únicos o altamente diferenciados. Cuando lo que un proveedor vende tiene características únicas, muy difíciles de copiar o imitar, cuenta con un enorme poder de negociación con respecto a sus clientes, y lo mismo aplica para sus procesos de investigación y desarrollo, producción, distribución y logística.
- Los proveedores no están amenazados por productos/servicios sustitutos. Cuando no existen sustitutos efectivos para los productos/servicios que un proveedor ofrece, este se encuentra en una posición ventajosa para extraer de sus clientes la mayor cantidad de ganancias posible. Por el contrario, cuando aquello que ofrece un proveedor tiene sustitutos a disposición, su poder de negociación y las ganancias potenciales a las que puede aspirar tienen un límite. Por ejemplo: En la industria de la fabricación de contenedores de comida, las latas de metal están amenazadas por las latas de plástico así que, con el objetivo de continuar vendiéndoles insumos a los fabricantes de latas, las empresas fabricantes de acero y aluminio deben mantener sus precios más bajos de lo que desearían. La existencia de estas alternativas les permite a las empresas fabricantes de comidas enlatadas ejercer un poder que les pone un límite a los precios que sus proveedores pueden cobrarles por los insumos que les venden.
- Los proveedores amenazan con integrarse verticalmente hacia adelante. Esto quiere decir que los proveedores amenazan con ingresar a competir a la industria; es decir que, en ese caso, los proveedores dejan de ser solo eso para convertirse también en competidores. Esta amenaza es también función de las barreras de entrada que tiene la industria porque, cuando

las barreras de entrada de una industria son fuertes, el costo que enfrenta un proveedor para volverse un competidor directo es muy alto y, por lo tanto, son pocos los que pueden permitirse asumir el riesgo de intentarlo.

- Las empresas de la industria no son clientes importantes para sus proveedores así que estos no están preocupados por perderlos porque eso no provocaría una disminución importante de sus ingresos. Las empresas tienen habitualmente incentivos para adecuarse a las demandas de sus clientes más grandes, reduciendo precios y mejorando la calidad de aquello que les ofrecen pero, con respecto a sus clientes más pequeños, pueden permitirse ofrecerles productos de menor calidad a precios más altos con el objetivo de justificar el tiempo que les dedican, teniendo en cuenta los ingresos relativamente pequeños que les generan.

Amenazas de aumento del poder de los clientes

Mientras que el poder de negociación de los proveedores tiene el efecto de incrementar los costos de las empresas de una industria, el poder de negociación de los clientes tiene el efecto de disminuir sus ingresos.

Los indicadores más importantes que manifiestan el poder de negociación de los clientes son los siguientes:

- La cantidad de clientes de la industria es pequeña. El hecho de que los ingresos de una empresa dependan en su mayoría de uno o unos pocos clientes les brinda a estos mucho poder para negociar precios, cantidades, calidad, servicio post venta y plazos de entrega. Por ejemplo: Las empresas de la industria de defensa tienen como cliente casi exclusivo al gobierno de EEUU y, por lo tanto, eso deja a sus ingresos totalmente vulnerables a lo que suceda con el dinero que el gobierno destina cada año a gasto militar, el cual a su vez, depende de decisiones políticas difíciles de pronosticar de manera fiable. Las empresas que venden a las grandes cadenas de venta minorista, como Wal-Mart, sufren de problemas similares porque, aprovechando su posición dominante, las grandes cadenas de tiendas de venta minorista pueden exigirles a sus proveedores requerimientos de precios, plazos de pago y logística difíciles de cumplir y que reducen las ganancias operativas que estos terminan obteniendo.
- Los productos/servicios vendidos a los clientes de la industria están estandarizados o son muy homogéneos. Cuando los productos/servicios que ofrecen las empresas de una industria son indiferenciados, estas se ven impedidas de actuar como ‘imponedoras’ de precios para ser simplemente ‘aceptadoras’ de los precios que establece el mercado. Siempre que los clientes de una empresa tengan a su disposición una gran cantidad de otras empresas que estén dispuestas a venderles productos prácticamente idénticos, aprovecharán esa posición ventajosa para negociar mejores precios, calidad y condiciones de servicio.

- Los productos/servicios vendidos a los clientes de la industria representan un porcentaje significativo de sus costos totales. En este tipo de contextos, los clientes están muy pendientes de los precios de esos insumos y están constantemente buscando alternativas más baratas.
- Los clientes de la industria tienen bajos márgenes de rentabilidad operativa. Cuando las empresas atraviesan contextos en los que su rentabilidad operativa es muy baja, se vuelven muy sensibles a sus costos y muy minuciosas con respecto a intentar encontrar las alternativas de mejor calidad al menor precio posible; esta situación puede verse exacerbada cuando las empresas de la industria están obteniendo márgenes de rentabilidad operativa muy altos porque, en este tipo de contextos, el cliente tendría un fuerte incentivo de ingresar a competir a la industria de sus proveedores ya que, de esa manera, podría capturar una parte de las ganancias que estas empresas están obteniendo.
- Los clientes de la industria amenazan con integrarse verticalmente hacia atrás. En estos casos, los clientes se volverían también competidores directos con el objetivo de capturar una parte del mercado de esa industria. El grado de amenaza que representa la integración vertical hacia atrás de los clientes de una industria depende, a su vez, de lo fuertes que sean las barreras de entrada que esta tiene; si dichas barreras son muy altas, la integración vertical hacia atrás no les resultará rentable a sus clientes por lo que la amenaza latente será baja.

Amenazas contextuales y rendimiento promedio de la industria

Las cinco amenazas contextuales que descriptas anteriormente tienen tres implicaciones importantes para analistas que estén considerando invertir en las empresas de una industria o para gerentes de empresas que estén decidiendo qué estrategias de negocios les resulta más conveniente implementar:

- Las cinco amenazas contextuales describen prácticamente todas las amenazas que podrían afectar negativamente a los ingresos y ganancias de las empresas de una industria.
- Pueden ser utilizadas para describir en detalle el entorno competitivo de una industria y, como consecuencia de eso, el grado de amenaza al que están cotidianamente expuestos los ingresos, costos y ganancias de las empresas que la componen.
- Debido a que, según el modelo S-C-P, el entorno competitivo de una industria tiene una influencia directa y muy fuerte sobre el ROIC promedio que las empresas que la componen pueden ser capaces de obtener, el análisis de las cinco amenazas contextuales puede ser utilizado para anticipar el rendimiento promedio sobre el capital que las empresas de una industria pueden aspirar a obtener.

La intensidad con la que cada una de las amenazas se manifiesta en cada industria nunca es, por supuesto, la misma para todas ellas, ni tampoco ocurre que se encuentren equilibrados los niveles de

intensidad con los que cada una de las amenazas se manifiesta dentro de una misma industria. Esta situación es la que más complica la determinación del nivel promedio de rendimiento sobre el capital que pueden aspirar a obtener las empresas que pertenecen a la industria que se está analizando.

Considere, por ejemplo, la tabla que se encuentra a continuación que ejemplifica las conclusiones a las que llegó un inversor luego de analizar cuatro industrias:

Amenazas contextuales	Industria I	Industria II	Industria III	Industria IV
Amenazas de nuevos competidores	Alta	Baja	Alta	Baja
Amenaza de aumento de la rivalidad entre competidores actuales	Alta	Baja	Baja	Alta
Amenaza de sustitutos	Alta	Baja	Alta	Baja
Amenazas de aumento del poder de los proveedores	Alta	Baja	Baja	Alta
Amenaza de aumento del poder de los clientes	Alta	Baja	Alta	Baja
ROIC promedio esperado	Bajo	Alto	Mixto	Mixto

En la industria I, el ROIC de las empresas que forman parte de ella es bajo mientras que en la industria II es alto pero, con respecto a las industrias III y IV, el análisis se torna más complicado debido a que, en esas situaciones mixtas, la verdadera pregunta a responder para conocer el tipo de ROIC promedio que puede aspirar a obtener una empresa de esas industrias es: ¿Alguna o algunas de las amenazas contextuales son lo suficientemente fuertes como para apropiarse de una gran parte de las ganancias que generen las empresas de esas industrias? Si la respuesta es ‘sí’, entonces el ROIC promedio esperado para las empresas de esa industria será bajo y solo aquellas empresas que, por sus propias características particulares, logren defenderse mejor de las amenazas contextuales, serán las únicas capaces de obtener altos ROICs en esa industria, pero serán consideradas la excepción y no la regla. En caso de que la respuesta a la pregunta sea ‘no’, el ROIC promedio esperado para las empresas de esa industria será alto y solo aquellas empresas que, por sus propias características particulares (como una mala gestión gerencial), sean muy vulnerables a las amenazas contextuales, estarán en riesgo de obtener ROICs bajos (o incluso negativos) en esa industria.

Complementadores: Una pseudo-fuerza competitiva

Una empresa es considerada ‘competidora’ de otra cuando provoca que los clientes valoren menos los productos/servicios de esta última como consecuencia de la existencia de los productos/servicios de la primera. Las empresas que ofrecen productos/servicios sustitutos también entran dentro de esta

categoría. Por el contrario, una empresa es considerada ‘complementadora’ de otra cuando su existencia provoca que los clientes valoren más los productos/servicios de esta última.

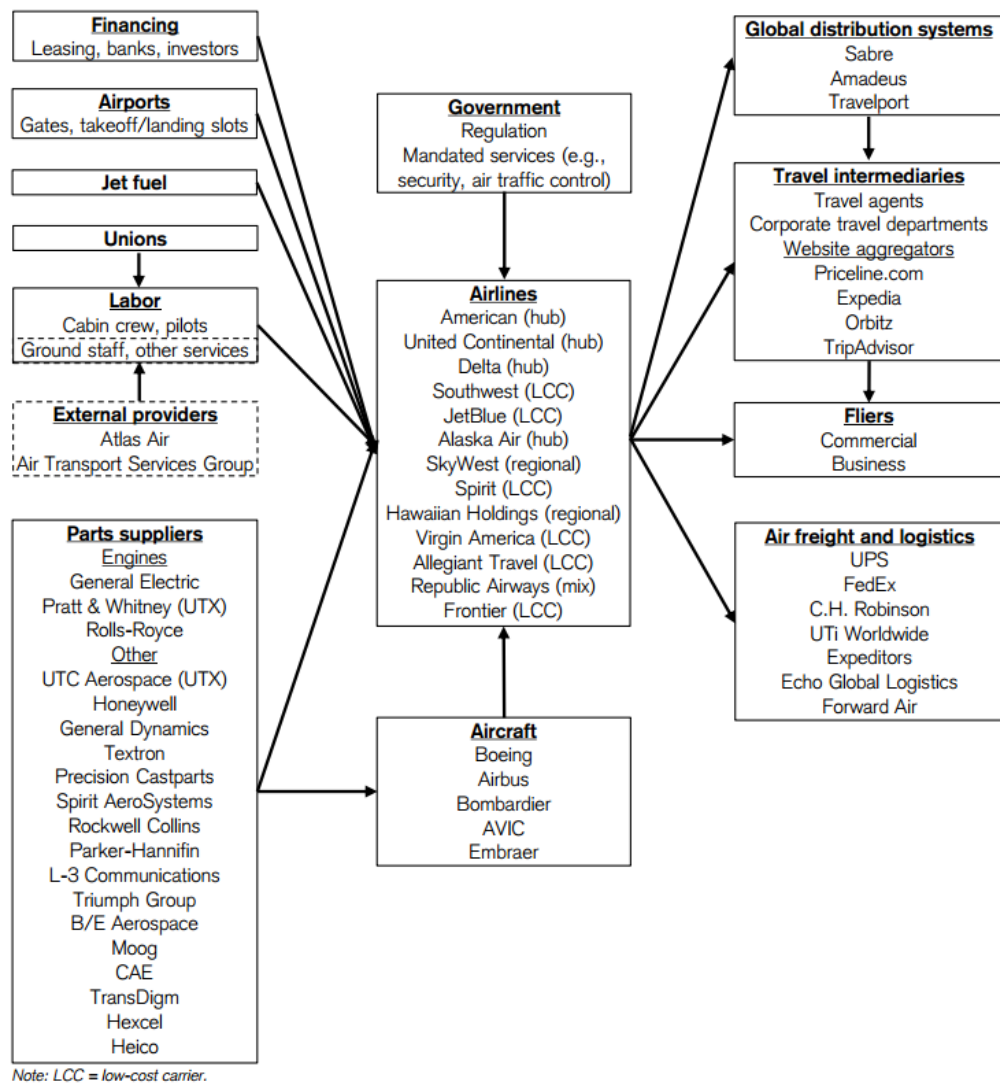
Las empresas complementadoras ayudan a incrementar el tamaño del mercado total al que pueden acceder las empresas a las que están ‘complementando’ mientras que, las empresas competidoras, dividen el mercado total entre el conjunto de empresas que conforma una industria. En base a esto es sensato concluir que cualquier empresa tiene fuertes incentivos para obstaculizar e impedir el ingreso a su industria de empresas competidoras pero, al mismo tiempo, tiene fuertes incentivos para alentar, fomentar y facilitar el ingreso de empresas complementadoras ya que estas últimas enriquecen su propuesta de valor, expanden el mercado potencial de sus negocios y, en última instancia, aumentan la cantidad potencial de valor que puede crear para sus accionistas.

Ejemplos de complementación entre empresas hay por montones en las diferentes industrias:

- El valor de los marketplaces de Amazon y Mercado Libre se ven aumentados gracias a la existencia de empresas que los eligen para vender sus productos.
- El valor de las tiendas de aplicaciones de los sistemas operativos de teléfonos móviles aumenta gracias a las empresas que deciden desarrollar aplicaciones que funcionan en ellos.
- El valor de una consola de video juegos aumenta a medida que más empresas deciden desarrollar juegos que son compatibles con ella.

El resultado ideal de todo el análisis anterior sería que lo investigado quede plasmado en un mapa conceptual que le permita al analista saber, de un vistazo, quiénes son concretamente las empresas que compiten en la industria que está analizando, quiénes son sus principales proveedores, quienes son sus clientes, quiénes están amenazando con ingresar a competir y qué sustitutos están al acecho. La principal característica que tiene ese mapa conceptual es su carencia de abstracción debido a que allí es obligatorio ponerle nombres concretos a todos los conceptos analizados en el modelo S-C-P y en el modelo de las fuerzas competitivas de Porter. Gracias a eso, el analista contará con algo concreto que refleja el mundo real en el que, en última instancia, va a invertir y sobre el que podrá continuar profundizando su análisis.

Por ejemplo: El siguiente es un mapa de la industria de la aviación comercial de EEUU publicado por Mauboussin, Callahan y Majd (2016):



Fuente: Mauboussin, Callahan y Majd (2016).

Nótese que los proveedores de la industria están listados a la izquierda y abajo, los clientes están listados a la derecha y aparece el Gobierno como una entidad que no pertenece a ninguna de las categorías de este análisis pero que es necesario tener en cuenta al analizar esta industria debido a que, con sus decisiones, puede cambiar el destino de las empresas que la componen. Como el lector podrá notar, este mapa conceptual de la industria de la aviación comercial en EEUU permite ver, de un vistazo, la dinámica de las interacciones entre empresas y, gracias a eso, poder continuar con el análisis de la industria pero ya contando con el apoyo de un mapa concreto que permite que queden expuestas las características más destacadas del ‘territorio’ que se está explorando.

Amenazas contextuales vistas como oportunidades

A pesar de que el modelo de las cinco fuerzas de Porter describe las principales amenazas que enfrentan las empresas de la industria que se está analizando, también son capaces de describir las oportunidades que esas mismas amenazas están brindando, porque lo cierto es que cada amenaza trae consigo el germen que permite neutralizarla, el cual puede ser convertido por las empresas en una gran oportunidad para construir ventajas competitivas, siempre que sepan aprovecharlo.

Neutralizando las amenazas de nuevos competidores

Las principales oportunidades que surgen como consecuencia de la amenaza de nuevos competidores se encuentran en la construcción de barreras de entrada, tales como las economías de escala, diferenciación de productos/servicios, bajos costos y regulación gubernamental, cuyas características fueron descritas en secciones anteriores. La fortaleza de estas barreras de entrada depende sustancialmente del incremento que provoquen en los costos de entrada de las empresas que intenten ingresar a la industria y solo tiene sentido económico desarrollarlas mientras el costo que asumen las empresas para crearlas es menor a los ingresos potenciales que evitarán que caigan en manos de la competencia.

Existen dos escenarios que ocurren como consecuencia del intento de una empresa de erigir barreras de entrada en una industria y que tienen la capacidad dificultar mucho la obtención de ventajas competitivas como resultados de ellos.

El primero ocurre cuando el costo total de erigir las barreras de entrada se torna demasiado alto para la empresa. Por ejemplo: Si una empresa invierte dinero en desarrollar nuevas tecnologías que le permiten bajar significativamente sus costos y así desincentivar a otras empresas de pretender competir con ella, debe tener en cuenta que el ahorro de costos y la mayor duración en el tiempo de sus márgenes de rentabilidad operativa necesitan ser lo suficientemente altos y perdurables como para justificar la inversión de dinero que está realizando, la cual incluso corre el riesgo de no conseguir los resultados pretendidos sin importar lo grande que sea la cantidad de dinero que la empresa esté invirtiendo. Algo similar ocurre con las empresas que aumentan su gasto en publicidad con el objetivo de crear barreras de entrada mediante la diferenciación de sus productos y también con otras que invierten en lobistas con el objetivo de buscar protección gubernamental para sus industrias ya que, en todos los casos, si los costos en los que incurren las empresas para conseguir levantar esas barreras de entrada son mayores que las ganancias protegidas por las mismas, eso implica que el aprovechamiento de esa oportunidad no terminará siendo una fuente de ventajas competitivas para ellas.

El segundo escenario ocurre cuando la construcción de barreras de entrada por parte de una empresa termina beneficiando a las otras empresas que forman parte de la industria, sin que estas hayan tenido que gastar dinero para construirlas; dicho de otra manera, esas empresas competidoras disfrutan de los beneficios sin haber tenido que asumir los costos. En este escenario, la empresa que

ha asumido los costos de erigir las barreras de entrada termina creando ventajas competitivas para todas las empresas de la industria, las cuales son más fuertes entre sus competidores gracias a que estos no tuvieron que asumir los costos que ella asumió para erigirlas. Esta situación crea los incentivos para que, ante la amenaza de nuevos competidores, las empresas de una industria decidan esperar con la expectativa de que sea otra la empresa que asuma los costos de construir las barreras de entrada que les generen a todas ventajas competitivas, aunque esto a su vez las pone en riesgo de que todas piensen igual y las barreras de entrada nunca se desarrollen, provocando de esa manera que la industria termine quedando fragmentada entre un gran número de competidores que apenas llegan a tener una pequeña rentabilidad positiva, ligeramente superior a su costo de capital en el mejor de los casos. Un segundo incentivo que crean este tipo de situaciones es el de la construcción de barreras de entrada que solo benefician a la empresa que ha invertido en ellas aunque, si resultan ser exitosas, estas barreras crean fuertes incentivos de imitación por parte de las otras empresas de la industria, quienes además cuentan con la información generada por la empresa pionera para poder así desarrollar sus propias ventajas competitivas asumiendo costos más bajos.

Neutralizando las amenazas de más rivalidad

La rivalidad entre empresas de la misma industria es más intensa cuando la única estrategia a la que pueden recurrir para competir se basa en el precio. Esto a su vez implica que las oportunidades más importantes asociadas a reducir esta amenaza consisten en cambiar la base de la competitividad entre empresas, quitándola del precio y dirigiéndola hacia otras dimensiones.

Como se ha mencionado anteriormente, existen varias estrategias para competir en una industria además del precio. Por ejemplo: Una empresa podría competir en base a ser la líder en costos bajos o en base a dotar a sus productos/servicios de características únicas con la que no cuentan sus competidores (diferenciación). Otra estrategia, más riesgosa, es la cooperación entre empresas competidoras a través de lo que se conoce como colusión tácita o mediante alianzas estratégicas que deliberadamente crean zonas geográficas o segmentos de negocio de menor competitividad con el objetivo de favorecer las ganancias de la empresa dominante en ellos (la industria de la aviación comercial implementa habitualmente estas estrategias). Por último, las empresas pueden intentar competir mediante la integración vertical o la diversificación en una mayor cantidad de segmentos de negocio. De más está decir que cada una de estas estrategias conlleva sus propios riesgos pero, en caso de resultar exitosas, le permitirán a la empresa que las implemente disminuir el grado de competitividad de su industria y mejorar, gracias a eso, sus márgenes de rentabilidad y el cashflow de sus accionistas.

Por ejemplo: La industria de la comida rápida, que se encuentra en el sector de consumo discrecional, fue capaz durante mucho tiempo de evitar la alta rivalidad y la competitividad a través de precios mediante la implementación de estrategias de diferenciación de productos. Es decir, cada empresa de la industria enfocaba sus campañas de publicidad en diferentes segmentos de negocio

(McDonald's en hamburguesas y el segmento infantil, Taco Bell en comida mexicana, Kentucky Fried Chicken en pollo, Domino's Pizza en pizza, etc). Esta colusión tácita les funcionó bien durante varios años hasta que el ingreso de más y más competidores la volvió impracticable siendo reemplazada, como era de esperarse, por estrategias muy agresivas basadas en precios que redujeron los rendimientos sobre el capital de todas las empresas competidoras.

Neutralizando las amenazas ligadas a sustitutos

Las mismas estrategias que pueden reducir la rivalidad entre empresas de una industria pueden ser utilizadas para reducir la amenaza de productos/servicios sustitutos. Dicho de otra manera, una empresa puede abordar estrategias de mejora de la eficiencia de sus negocios para, de esa manera, bajar sus costos en todo lo posible; puede implementar estrategias para mejorar la percepción subjetiva de sus clientes sobre la calidad y características diferenciadoras de sus productos/servicios; puede realizar alianzas estratégicas con las empresas que ofrecen sustitutos o puede incluso diversificar sus segmentos de negocio, incorporando a su modelo de negocio la producción del producto o servicio sustituto.

Neutralizando las amenazas provenientes de proveedores

La principal oportunidad asociada a la neutralización del poder de los proveedores consiste en reducir su grado de singularidad y escases. Existen varias maneras en las que una empresa puede hacer eso. Por ejemplo, puede integrándose verticalmente hacia atrás y volverse su propio proveedor, lo cual no solo reduce el poder de los proveedores para la propia empresa sino que también lo reduce para las restantes empresas de la industria ya que, luego de la implementación de esa estrategia, la cantidad de proveedores de esa industria habrá aumentado.

En industrias de alta complejidad también se utiliza la estrategia licenciar patentes y productos o varios proveedores. Por ejemplo: Si una empresa tecnológica está vendiendo un dispositivo que necesita determinados componentes electrónicos, no es conveniente que tenga un solo proveedor de los mismos ya que este se sentirá motivado a abusar de su posición dominante así que, para solucionar ese problema, la empresa cliente puede licenciarle la patente a varios proveedores (en caso de que esta sea de su propiedad), o puede forzar al proveedor a licenciarla a otras empresas bajo amenaza de integración vertical hacia atrás o de abandonar directamente la fabricación de ese producto, reduciendo sus compras de esos componentes a cero.

Neutralizando las amenazas provenientes de clientes

Al igual que ocurre con los proveedores, los clientes de una industria se vuelven una potencial amenaza mientras sean relativamente pocos así que, la principal oportunidad que tienen las empresas para reducir el poder de negociación que estos puedan tener consiste en volverlos menos ‘únicos’ y ‘escasos’. Las estrategias más utilizadas por las empresas para lograr eso consisten en la integración vertical hacia adelante (siempre que la estructura de la industria lo permita), la diferenciación (para que los clientes valoren subjetivamente más aquello que las empresas ofrecen) y la búsqueda de nuevos clientes para evitar depender de un pequeño grupo de ellos.

Oportunidades basadas en la estructura de la industria

Otra metodología que se utiliza para adquirir información acerca de una industria al implementar el modelo S-C-P y que no solo complementa la anterior sino que además la expande en su objetivo de analizar y entender en profundidad las características que tiene la industria que se está analizando es la que consiste en definir la estructura competitiva de una industria y las oportunidades que la misma les brinda a las empresas que la componen.

Michael Porter y otros expertos académicos dedicaron sus esfuerzos a analizar las diferentes estructuras competitivas genéricas que podían asumir las diferentes industrias en las que se divide la economía de un país, como así también las oportunidades que dichas estructuras les brindan a las empresas que operan en cada industria para que estas sean capaces de crear valor para sus accionistas. La siguiente tabla ofrece un listado de las diferentes estructuras que una industria puede asumir y las oportunidades que cada una de esas estructuras les brinda a las empresas operan en ellas:

Estructura de la industria	Oportunidades
Industria fragmentada	Consolidación
Industria emergente	Ventajas de 'ser el primero': - Liderazgo tecnológico - Posesión de valiosos activos estratégicos - Creación de costos de cambiar para sus clientes
Industria madura	Refinamiento de productos/servicios Invertir en mejorar la calidad del servicio Innovación de procesos
Industria declinante	Estrategia de liderazgo Estrategia de nicho Estrategia de cosecha Estrategia de desinversión
Industria de red	Estrategias de 'ser el primero' y de 'el ganador se lo lleva todo'
Industria de núcleo vacío	Colusión Regulación gubernamental Diferenciación significativa de productos/servicios Gestionar la demanda

Fuente: Barney (2013)

Oportunidades en industrias fragmentadas: Consolidación

Las industrias fragmentadas son aquellas en las que operan una gran cantidad de empresas que generalmente, aunque no siempre, tienen una baja o media capitalización de mercado, y en la que no hay grupos reducidos de empresas que ostenten una alta cuota de mercado o que sean capaces de crear tecnologías que les permitan posteriormente asumir una posición dominante.

Existen varias razones por las que una industria puede terminar asumiendo una estructura fragmentada. Por ejemplo: Cuando una industria tiene bajas barreras de entrada, eso alienta a una gran cantidad de empresas pequeñas a ingresar a competir. Es posible también que las características de una industria dificulten mucho la generación de economías de escala y que eso desincentive a las empresas de crecer mucho debido a que no avizoran una mejora en la rentabilidad por realizar ese esfuerzo. Otra razón para la existencia de industrias fragmentadas es que las empresas necesiten tener un fuerte control local sobre las operaciones que realizan (esto ocurre, por ejemplo, en los restaurantes) para, de esa manera, asegurar la calidad del servicio y evitar pérdidas por robos o ineficiencias.

La mayor oportunidad que pueden aprovechar las empresas que operan en industrias fragmentadas es la que consiste en intentar consolidar la industria en un número más reducido de empresas de tamaño más grande. Las empresas que logran tener éxito al implementar estrategias de consolidación se convierten en líderes de sus industrias y reciben los beneficios que esa posición les brinda.

La consolidación puede implementarse de varias maneras pero, la más habitual, es la que ocurre cuando una empresa descubre la existencia de potenciales economías de escala dentro de su industria e inicia una estrategia de fusión o adquisición de sus competidores. Una estrategia alternativa consiste en iniciar un modelo de franquicias, no adquiriendo a las empresas más pequeñas que operan a niveles muy locales pero ofreciéndoles ese tipo de acuerdos que le permiten al franquiciador ganar economías de escala y al franquiciado verse beneficiado con entrenamiento, mejores precios de insumos, asistencia técnica, más publicidad, etc.

Los beneficios de implementar estrategias de consolidación en una industria fragmentada giran en torno a las ventajas que obtienen las empresas más grandes como consecuencia de su mayor cuota de mercado; dichas ventajas emergen principalmente de los costos más bajos (y por lo tanto, márgenes de rentabilidad operativa más altos) que estas empresas tienen en relación a las más pequeñas de su industria aunque, sin embargo, como ocurre con todas las oportunidades de crecimiento que puede aprovechar una empresa, sus beneficios deben ser siempre ponderados contra los costos que deben asumirse para llevarla a cabo ya que, si el valor generado para los accionistas por volverse la empresa dominante de la industria es menor al costo asumido para lograrlo, está claro que acometer esa estrategia destruirá valor en lugar de crearlo.

Oportunidades en industrias emergentes: Ventajas de ‘ser el primero’

Las industrias emergentes son aquellas recientemente nacidas (o re-nacidas) como consecuencia de disrupciones tecnológicas, cambios en la demanda o el surgimiento de nuevas necesidades en los clientes, entre muchas otras razones.

Las empresas pertenecientes a industrias emergentes se encuentran en un contexto que les ofrece un conjunto único de oportunidades que, en caso de ser aprovechadas exitosamente, pueden convertirse en una fuente de ROICs que estarán muy por encima del costo de capital durante prolongados periodos de tiempo.

Concretamente, las oportunidades que pueden aprovechar las empresas que operan en industrias emergentes pertenecen a la categoría de ‘ventajas de ser el primero’ y consisten en las posibilidades de poder construir ventajas competitivas y barreras de entrada que se encuentran disponibles solo para las empresas que toman importantes decisiones estratégicas y/o tecnológicas en una etapa

temprana del desarrollo de una industria. En las industrias emergentes, muchas de las reglas de la operatoria cotidiana y los procedimientos estandarizados para competir exitosamente y capturar la mayor parte de la cuota de mercado están aún por ser descubiertos, definidos y establecidos; esto les permite a las empresas que actúan primero en una industria ser las que, en muchas ocasiones, terminan estableciendo las reglas de su operatoria diaria y le dan forma a la estructura competitiva que eventualmente va a tener, la cual por supuesto las beneficia a ellas de manera única y privilegiada.

Típicamente, las ventajas de ‘ser el primero’ emergen de las siguientes tres fuentes:

Liderazgo tecnológico

Las empresas que realizan inversiones en tecnologías particulares en una etapa temprana del desarrollo de una industria están implementando una estrategia de liderazgo tecnológico. Dicha estrategia es capaz de generar a las empresas dos tipos de ventajas en industrias emergentes:

1. Las empresas que implementan estas estrategias tienen la posibilidad de generar un liderazgo en costos bajos basado en el mayor volumen de producción proveniente de la tecnología particular en la que han invertido. Ahora bien, esas ventajas provenientes del liderazgo tecnológico solo son sostenibles en el tiempo mientras las tecnologías en las que están basadas no se debiliten como resultado de la acción de la competencia. La fortaleza, longevidad, exclusividad y diferenciación de una tecnología varía dependiendo de cada industria pero, por lo general, el liderazgo tecnológico de una empresa en una industria tiende a ser menor a lo estimado por la propia empresa debido a que suelen subestimarse las fortalezas de los competidores. Es por esa razón que es sumamente importante que la gerencia de las compañías que ostentan una ‘ventaja de ser el primero’ basada en una tecnología que han desarrollado esté constantemente realizando esfuerzos para mejorarla, fortalecerla, actualizarla y expandirla con el objetivo de que ese liderazgo tecnológico no se diluya como resultado de la acción constante de sus competidores.
2. Las empresas que realizan inversiones tempranas en tecnologías pueden aspirar a obtener patentes o derechos de autor que les permiten proteger de la competencia los ingresos que les generan. Aun así, es importante mencionar que la protección brindada por patentes o derechos de autor no es tan efectiva en la mayoría de los casos con respecto a mantener alejada a la competencia como a simple vista puede parecer ya que, por ejemplo, en la investigación realizada por Mansfield, Schwartz, Wagner (1981) estos académicos encontraron que el 60% de todas las patentes eran imitadas dentro de los primeros cuatro años de haber sido otorgadas y sin violar los derechos de patente pertenecientes de la empresa que la poseía. Las patentes son rara vez una fuente sostenible de ventajas competitivas para las empresas, incluso cuando estas pertenecen a industrias emergentes.

Creación u obtención de activos estratégicamente valiosos

Las empresas pioneras de una industria que invierten solamente en tecnología típicamente no obtienen ventajas competitivas sostenibles. Sin embargo, la posibilidad de obtener ventajas competitivas sostenibles a largo plazo está disponible para las empresas pioneras que dediquen sus esfuerzos a crear o apropiarse de recursos o activos estratégicamente valiosos de una industria que está en la etapa temprana de su ciclo de vida, antes de que su verdadero valor sea ampliamente conocido por el resto de sus participantes. Algunos ejemplos de activos estratégicos son los recursos naturales, ubicaciones geográficas favorables y, en algunas industrias específicas, el posicionamiento como líder en cuota de mercado. Una característica distintiva de este tipo de activos es que es sumamente difícil su imitación así que, las ventajas competitivas que brindan se destacan por ser muy sólidas y de prolongada longevidad. Por ejemplo: Wal-Mart fue pionera en implementar la estrategia de expandirse a ciudades de EEUU de tamaño medio cuando sus competidores todavía no habían apreciado el valor latente que tenían este tipo de ubicaciones. Gracias a eso, esta empresa fue capaz de encontrar las ubicaciones preferenciales de esas ciudades e iniciar operaciones en ellas a bajo costo, obteniendo gracias a ello rentabilidades muy atractivas que, por supuesto, atrajeron a la competencia, la cual estuvo obligada a asumir mayores costos en marketing y logística para iniciar operaciones en esas ciudades, además de tener que conformarse con ubicaciones menos atractivas que las que ya tenía Wal-Mart.

Creación de costos de cambio para los clientes

Los costos de cambiar para un cliente pueden dividirse en dos categorías:

1. Cuando el cliente ha invertido tiempo (de aprendizaje) y dinero para poder utilizar el producto/servicio de una empresa y dichas inversiones no son trasladables a productos o servicios de competidores directos. Por ejemplo: Equipamiento médico, servicios de software (diseño gráfico, oficina, cloud) y medicamentos. Una de las razones por las que las empresas farmacéuticas gastan más dinero en marketing que en investigación y desarrollo de nuevas drogas se debe a que, una vez que un médico se ha familiarizado con los usos de una droga en particular y sus efectos secundarios, se puede tornar muy reticente a cambiarla por otra droga, incluso si se ha demostrado que es más efectiva y ya cuenta con todas las aprobaciones gubernamentales.
2. Cuando los productos/servicios de la empresa se integran a un nivel profundo con el cliente, generándole compromisos con la empresa y hábitos o costumbres que son complicados de deshacer, sumado a que no hay fuertes incentivos para pasarse a la competencia debido a que todas las empresas de esa industria ofrecen productos/servicios muy similares (esto se conoce como ‘commoditización’ de una industria). Por ejemplo: Los servicios de los bancos comerciales, agentes de bolsa y aseguradoras.

Los costos de cambio pueden ser pensados como una especie de diferenciación de productos/servicios ya que, cuando un cliente ‘invierte’ en utilizar el producto o servicio de una empresa pionera de una industria emergente, eso fomenta en la mente del mismo una diferenciación subjetiva de ese producto o servicio en comparación con los que irrumpen después, cuando ingresa la competencia.

Cuando las características de los productos o servicios que se ofrecen en una industria tienen la capacidad de generar costos de cambio para sus clientes eso implica que, a las empresas que operan en ella les resulta relativamente más costoso adquirir un cliente que hacerlo en aquellas industrias en las que no existen los costos de cambiar pero, por las mismas razones, les resulta relativamente menos costoso retener al cliente una vez obtenido.

Desventajas de ser la empresa pionera de una industria emergente

Las industrias emergentes se caracterizan por su alto nivel de incertidumbre así que, cuando una empresa pionera toma decisiones estratégicas críticas, es posible que todavía no esté del todo claro cuáles son las estrategias que generan los mejores resultados en esa industria.

El escenario más deseable para una empresa que es pionera en una industria emergente es aquel que le permite influir en la manera en la que la incertidumbre inherente a esa etapa de la industria es eliminada. Sin embargo, cuando la evolución tecnológica de una industria, el comportamiento de la demanda del cliente o la manera en la que se implementan los procesos de negocio no pueden ser influenciados por las empresas pioneras, el éxito de las estrategias implementadas por esas empresas en una industria emergente se vuelve indeterminado. En este tipo de configuraciones de industrias, cuya característica destacable es su alto nivel de incertidumbre, una estrategia alternativa razonable para las empresas consiste en mantener una alta flexibilidad, tanto en sus operaciones como en la configuración de su modelo de negocio (esta filosofía corporativa es explicada en profundidad por Ries (2011)); es decir que, mientras la empresa pionera intenta resolver la incertidumbre que enfrenta mediante la toma de decisiones temprana en una industria cuyas características aún distan mucho de estar claramente definidas, se mantiene flexible y muy receptiva a toda la información que los diferentes stakeholders le estén enviando. Gracias a eso, la empresa es capaz de retrasar ciertas decisiones importantes hasta contar con información que le permita delimitar sus potenciales resultados a un número reducido de escenarios posibles para, de esa manera, poder moverse rápidamente hacia adelante una vez que ha encontrado un escenario que tiene alta probabilidad de ocurrencia y que le permite construir ventajas competitivas.

Otro de los resultados importantes que arrojó la investigación realizada por Mansfield, Schwartz, Wagner (1981) fue que el costo promedio que asume una empresa ‘segunda’ para imitar lo hecho por la empresa pionera de la industria, sin violar patentes o derechos de autor, es en promedio un 35% inferior al costo total que afrontó la empresa pionera, lo cual quiere decir que hay ventajas en

costos para las empresas son ‘segundas’ y eficientes, sobre todo en las industrias en las que los rendimientos sobre el capital son muy inciertos en la etapa más temprana de su desarrollo. Existen muchos casos de empresas que se han comportado exitosamente como empresas pioneras a la vez que también han sido exitosas empresas segundas; IBM es una de ellas y más recientemente está el caso de Meta Platforms que fue una empresa pionera en la industria de la publicidad online mediante redes sociales pero que también supo ser una exitosa empresa segunda en cuanto a servicios innovadores que crearon empresas competidoras ya que, por ejemplo, las ‘stories’ de Instagram fueron el desarrollo exitoso mediante el que la empresa hizo frente a la propuesta de valor innovadora de SnapChat y los ‘reels’ fueron su propuesta para competir con el formato de videos cortos que caracteriza a la propuesta de valor de Tik Tok. En otras palabras, Meta Platform no fue la empresa pionera en ese tipo de productos pero supo ser la empresa segunda que los copió exitosamente una vez que el concepto estuvo probado y se demostró que había un mercado que lo demandaba, obteniendo posteriormente de ellos mayores ingresos que los obtenidos por las empresas pioneras con los suyos.

Los beneficios relacionados a una mayor eficiencia y una mayor certidumbre con respecto a la evolución futura de una industria provocan que las empresas tengan incentivos para preferir ser las segundas de una industria y no las pioneras así que, como consecuencia de eso se deduce que las ventajas de ser pionera en una industria tienen que ser muy grandes y sostenibles en el tiempo como para justificar que una empresa esté dispuesta a asumir ese riesgo.

Oportunidades en industrias maduras

Las industrias emergentes son habitualmente el resultado de la creación de una nueva tecnología, procedimiento, normativa gubernamental, producto o servicio que altera radicalmente las reglas de juego de una industria ya existente. Sin embargo, con el paso del tiempo, a medida que esa nueva manera de hacer negocios se vuelve conocida por todos, las tecnologías son copiadas por los competidores y el ritmo de innovación en la disrupción que dio origen a la nueva industria se desacelera, la industria comienza a entrar en la etapa madura de su desarrollo.

Las características más comunes que tienen las industrias maduras son:

1. El crecimiento de la demanda se desacelera.
2. Las empresas se enfocan en fomentar experiencias repetitivas de clientes.
3. Los incrementos en la capacidad de producción se desaceleran.
4. Se desacelera la introducción de nuevos productos y servicios.
5. Se incrementa la competencia internacional.
6. Se reduce el ROIC de todas las empresas de la industria de manera generalizada.

Un ejemplo muy claro de industria madura es el de la comida rápida. En los años 60s del siglo XX, había en EEUU solo tres cadenas de comidas rápidas expandidas a nivel nacional, McDonald's, Burger King y Dairy Queen. A lo largo de los años 70s y 80s estas tres cadenas se expandieron rápidamente así como también lo hicieron sus ganancias, siendo McDonald's la sólida líder de la industria. Sin embargo, durante este periodo, otras empresas de comidas rápidas entraron a la industria aprovechando sus bajas barreras de entrada y las grandes ganancias que estaban obteniendo sus principales exponentes, llegando algunas de ellas como Taco Bell, Kentucky Fried Chicken y Wendy's, a incluso tener presencia a nivel nacional. Para inicios de la década de los 90s el crecimiento de la industria se había desacelerado considerablemente e incluso McDonald's declaró que estaba teniendo problemas para encontrar localizaciones para nuevos locales de la compañía que no canibalizaran las ventas de locales existentes. Con excepción de las operaciones de estas empresas en mercados emergentes donde la industria aún no es tan madura, la rentabilidad de las empresas de comidas rápidas en EEUU, Europa y Japón ha crecido a un bajo ritmo durante el siglo XXI y, por supuesto, lejos está de la rentabilidad y el crecimiento que esas empresas supieron experimentar durante las décadas de los 60s, 70s y 80s.

Las oportunidades que pueden aprovechar las empresas que se encuentran en industrias maduras típicamente se reducen a las siguientes alternativas:

Refinar sus productos/servicios actuales

En las industrias maduras las probabilidades de que alguna empresa logre realizar una gran disrupción tecnológica son muy reducidas así que, por esa razón, el enfoque de las compañías está más bien puesto en expandir y mejorar las características de sus productos, servicios y tecnologías existentes.

Enfocarse en el servicio al cliente

Cuando las empresas se encuentran en una industria madura que les brinda posibilidades limitadas para invertir en nuevos productos, servicios o innovaciones tecnológicas, sus esfuerzos para diferenciarse de la competencia a menudo se vuelcan hacia el mejoramiento de la calidad del servicio al cliente.

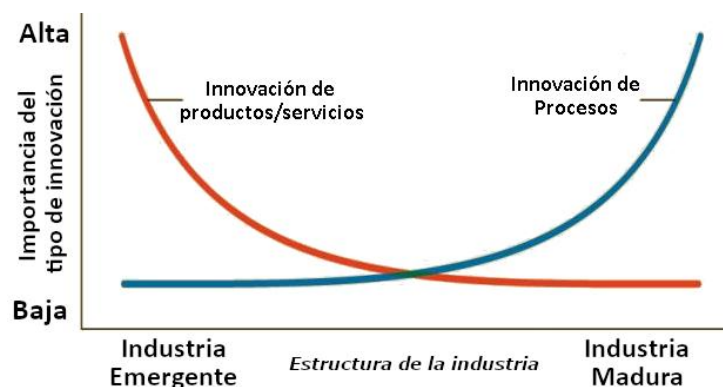
Una empresa que es capaz de construir una reputación de servicio al cliente de alta calidad tiene la posibilidad de obtener un alto ROIC en una industria madura, incluso ofreciendo productos o servicios que no se diferencian demasiado de los ofrecidos por sus competidores.

Innovación de procesos

Un proceso empresarial está constituido por todas las actividades en las que se diseña, produce, desarrolla y vende un producto o servicio. La innovación de procesos es, por lo tanto, el esfuerzo que realiza una empresa para refinar y mejorar sus actuales procesos de negocios, volviéndolos más eficientes, eficaces, rápidos y de mayor calidad.

Entre los autores que han estudiado la orientación de la innovación empresarial y las estructuras de las industrias se destaca la investigación realizada por Hayes y Wheelwright (1979) que sugiere que, en las etapas tempranas del desarrollo de una industria, la innovación del producto o servicio es lo más importante ya que, en última instancia, una empresa ingresa a competir a una industria con el objetivo de crear valor para sus accionistas mediante la creación de valor para sus clientes y demás stakeholders. Esto es equivalente a lo expuesto por Ries (2011) cuando afirma que, para aumentar sus posibilidades de éxito, una start-up debe focalizarse en crear un ‘producto/servicio mínimo viable’ e inmediatamente salir a probarlo en el mercado para que los clientes, a su vez, le brinden retroalimentación y, de esa manera, pueda volver a comenzar ese ciclo de iteraciones utilizando la nueva información hasta llegar, luego de varias iteraciones, a delimitar eventualmente un modelo de negocio estable. En resumen, el enfoque de la gerencia debe estar inicialmente puesto en la propuesta de valor y luego en todo aquello que la rodea.

A medida que la industria va cambiando y se vuelve cada vez más madura, se torna cada vez más difícil poder realizar mejoras marginales de los productos o servicios a la vez que la innovación de procesos destinada a reducir los costos de fabricación, incrementar la calidad del producto/servicio y agilizar las actividades de gestión se vuelve cada vez más importante. En industrias maduras, las empresas pueden obtener ROICs superiores a los de sus competidores fabricando el mismo producto u ofreciendo el mismo servicio que los demás pero incurriendo en menores costos o, alternativamente, ofreciendo productos/servicios que son percibidos por los clientes como de calidad superior, pero habiendo mantenido sus costos en niveles competitivos para producirlos. Las innovaciones de procesos permiten lograr ambos objetivos: la reducción de costos y el mejoramiento de la calidad.



Fuente: Hayes y Wheelwright (1979).

Una alternativa adicional al mejoramiento de los procesos descrito anteriormente y que suelen considerar las empresas de mayor capitalización de mercado que operan en industrias maduras es la de desarrollar nuevas tecnológicas, productos o servicios para industrias emergentes que les permitan, de esa manera, continuar creciendo con segmentos de negocios totalmente nuevos.

Oportunidades en industrias declinantes

Una industria declinante es aquella que ha experimentado una disminución, en términos absolutos, de la cantidad de unidades vendidas durante un prolongado periodo de tiempo. Evidentemente, las empresas que pertenecen a industrias declinantes están mucho más expuestas a amenazas que a oportunidades ya que la rivalidad entre ellas suele ser muy alta así como también lo son el poder de proveedores, clientes y sustitutos. Aun así, siempre existen oportunidades que las empresas de este tipo de industrias pueden aprovechar, siendo las más importantes las que se describen a continuación:

Liderazgo de mercado

Una industria en declive está a menudo caracterizada por un exceso de capacidad, tanto en producción como también en distribución. La disminución de la demanda habitualmente implica que las empresas en este tipo de industrias tendrán que soportar periodos de agitación significativa hasta que esa sobrecapacidad sea reducida y se alinee con la demanda. Una vez transcurrido el periodo de agitación, la industria queda conformada por un número reducido de empresas que se caracterizan por ser las más eficientes y que tienen a partir de ese momento la oportunidad de disfrutar de un entorno competitivo más benigno, con menores amenazas y mayores oportunidades.

Si una empresa enfrenta un periodo de agitación como consecuencia de que la industria a la que pertenece ha entrado en un periodo de declinación pero sus gerentes han decidido que van a intentar sobrevivir al mismo porque consideran que, gracias a eso, el entorno competitivo mejorará y nuevas oportunidades para incrementar sus ganancias aparecerán, es entonces necesario que tomen ciertas decisiones que les permitan incrementar sus posibilidades de supervivencia. El mejor escenario posible para una empresa cuya industria comienza a declinar es el que la encuentra ostentando el lugar de líder en cuota de mercado. Convertirse en empresa líder de una industria declinante no tiene como propósito facilitarle la posibilidad de generar colusiones tácitas con otras empresas importantes o aprovechar los bajos costos que brindan las economías de escala sino, más bien, dado que el tamaño total de la industria está disminuyendo, ser la empresa líder le permite tener la escala, el capital humano y la estructura organizacional y financiera para facilitarle la salida a las empresas que no son capaces de sobrevivir a la nueva estructura que la industria está adquiriendo, gracias a lo cual tiene la posibilidad de adquirir nuevos clientes y activos valiosos en un entorno competitivo

que tiende a tornarse más benigno. Existen varias maneras en la que una empresa líder de industria puede facilitar la salida de un competidor, entre las cuales se destacan: Adquirir líneas de negocio del competidor para continuarlas o retirarlas del mercado, comprar y retirar capacidad productiva de un competidor y fabricar partes de repuesto de productos de un competidor para que este pueda salir del mercado sin que sus clientes pierdan repentinamente el servicio.

Nicho de mercado

Una empresa en una industria declinante que persigue una estrategia de liderazgo de mercado busca facilitar la salida de otras empresas menos competitivas mientras que, una empresa operando en la misma estructura industrial que sigue una estrategia de nicho reduce la amplitud de sus operaciones y se focaliza en un número reducido de segmentos de negocio en los que los gerentes consideran que cuenta con ventajas competitivas en relación a las demás. Si solo unas pocas empresas eligen competir en ese nicho de negocios, entonces es posible que estas sean capaces de disfrutar de condiciones competitivas favorables que les permitan incrementar sus ganancias en un contexto en el que la industria en su conjunto está viendo disminuir su demanda total. Por ejemplo: Cuando Jack Welch asumió como CEO de General Electric, una empresa declinante en aquel momento, adoptó la estrategia de focalizarse solo en aquellos segmentos de negocios en los que sus productos ocupaban el primer o segundo lugar en cuota de mercado; con respecto a los restantes, vendió sus licencias y diseños a otras marcas o directamente los retiró del mercado. Esta estrategia le permitió a Welch sacar a la empresa del estado declinante en el que se encontraba para volver a convertirla en una empresa innovadora y en crecimiento.

Cosechar

A pesar de sus diferencias, las estrategias de liderazgo y de nicho de mercado tienen un atributo en común: Las empresas que las implementan tienen la intención de permanecer en la industria a pesar de su declive. En cambio, las empresas que persiguen una estrategia de cosecha no tienen planeado permanecer en la industria en el largo plazo sino que, en su lugar, planean retirarse de ella de manera pausada y sistemática, extrayendo la mayor cantidad de valor que les sea posible durante el proceso.

Las empresas pueden implementar una estrategia de cosecha de diferentes maneras: Reduciendo la cantidad de productos/servicios que ofrecen, reduciendo el alcance geográfico de sus operaciones, dejando de prestar servicios a clientes poco rentables, reduciendo la calidad de los productos/servicios que ofrecen, reduciendo la calidad del servicio al cliente o difiriendo más en el tiempo el mantenimiento y reemplazo del equipamiento. Llegado el final de esta estrategia de cosecha en una industria declinante, las empresas pueden intentar venderle el remanente de sus operaciones a alguna de las empresas líderes de la industria o pueden simplemente dejar de operar.

A simple vista, la estrategia de cosecha puede parecer sencilla porque básicamente consiste en ‘dejar de hacer’ poco a poco hasta que la empresa se retira de la industria, pero lo cierto es que, en la práctica, presenta algunos desafíos para la gerencia debido a que su implementación puede implicar que algunas de las características de la compañía que han sido el orgullo de sus gerentes tengan que ser abandonadas. Por ejemplo: Supóngase una empresa que cuando su industria estaba en crecimiento ofrecía productos considerados de alta calidad y tenía un excelente servicio al cliente pero que, como consecuencia de que la industria comenzó a declinar, se vio forzada a implementar una estrategia de cosecha, teniendo que aumentar los precios y bajar no solo la calidad de sus productos sino también la de su servicio al cliente. Estos cambios pueden ser muy difíciles de aceptar por sus gerentes que hasta podrían decidir abandonar la compañía, negándose a formar parte de ese proceso y generando el problema adicional de que serían muy difíciles de reemplazar en ese contexto debido a que la gran mayoría de los gerentes no se sienten muy atraídos por aceptar puestos en empresas que están intentando desaparecer. Esta es una de las razones por las que generalmente hay pocas empresas que anuncian abiertamente que están llevando adelante una estrategia de cosecha.

Desinvertir

Al igual que ocurre con la estrategia de cosecha, el objetivo de una estrategia de desinversión es sacar a la empresa de una industria declinante. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con una estrategia de cosecha, en una estrategia de desinversión las desinversiones ocurren rápidamente y a menudo poco después de que se haya detectado que la industria ha entrado en declive.

Las empresas que no han logrado forjar ventajas competitivas en ninguno de sus segmentos de negocio son las que encuentran más atractiva esta opción que la de cosecha o nicho de mercado ya que llevan las de perder contra las líderes de la industria si intentan competir ofreciendo algo similar a lo que ofrecen ellas pero sin contar con las economías de escala o la diferenciación de producto/servicio que estas tienen y en una industria que cada vez obtiene menores ingresos.

Una última aclaración importante que es necesario mencionar es que no siempre que una empresa decide desinvertir en alguna línea de negocio eso significa que la industria está declinando ya que, a veces las empresas simplemente desinvierten debido a que están implementando una estrategia de nicho para focalizarse en otros segmentos de negocio donde cuentan con ventajas competitivas sólidas, otras veces desinvierten porque necesitan capital y en otras ocasiones lo hacen porque quieren simplificar sus operaciones y eliminar burocracia.

Oportunidades en industrias de red

Una industria es considerada ‘de red’ cuando el valor de los productos o servicios que ofrecen las empresas que pertenecen a ella es muy dependiente de la cantidad de usuarios que los utilizan. Dicho de otra manera, en una empresa de red, el valor de sus productos/servicios (y, por lo tanto, el valor de la compañía) crece de manera más que lineal a medida que más y más usuarios los utilizan.

Por ejemplo: Un teléfono no es un producto muy valioso si solo un pequeño grupo de personas lo posee porque, en ese caso, la cantidad de conexiones posibles sería muy baja. Sin embargo, si muchas personas lo poseen, su valor como herramienta de comunicación se incrementa dramáticamente; en otras palabras, el valor creado por cada nuevo usuario de teléfonos incrementa el valor del mismo de manera más que proporcional a medida que la cantidad de personas que los poseen se incrementa.

Como consecuencia de que en esta industria existe una fuerte relación entre el valor del producto/servicio que ofrece cada empresa y la cantidad usuarios que los utilizan, suele decirse que esta es una industria de ‘rendimientos incrementales’.

Cada una de las estructuras de industrias mencionadas por Barney (2013) pueden manifestar atributos ‘de red’ en mayor o menor medida debido a que estos no son exclusivos de ninguna industria en particular. Por ejemplo: la Industria de los teléfonos es actualmente una industria madura y en algún momento fue una industria emergente pero, al mismo tiempo, es una industria de red por las características del servicio que ofrecen las empresas que la componen. Ahora bien, el grado en el que las industrias ‘de red’ o con características ‘de red’ brindan oportunidades para que sus empresas obtengan altos ROICs puede variar mucho de una industria a otra debido a que depende del grado en el que el incremento de los ingresos de las empresas determina el valor del producto o servicio que ofrecen. Retomando el ejemplo de la industria de los teléfonos, en ella el número de personas que adquieren el producto y utilizan el servicio tiene un efecto muy significativo en su valor así que puede decirse que, en esa industria, las oportunidades están casi completamente determinadas por sus características de red. Ahora bien, en el caso de las aplicaciones de software para oficina o diseño gráfico existe un ‘efecto red’ en el sentido de que, cuantas más personas las utilicen, más fluida será la comunicación entre ellas y el intercambio de documentos o proyectos pero, mucho más importante que eso, son las funcionalidades concretas que cada pieza de software tiene ya que son, en definitiva, la principal razón por las que sus usuarios las eligen. En base a esto puede concluirse que, en este caso, el valor de esas aplicaciones no depende principalmente del número de personas que las utilicen sino de las funcionalidades que ofrecen. El nivel de sensibilidad que el valor de un producto o servicio tiene con respecto a sus atributos ‘de red’ indica de manera directa el grado de importancia que las oportunidades ligadas a los atributos ‘de red’ tienen en esa empresa e industria.

La principal oportunidad para construir ventajas competitivas y así obtener altos ROICs que este tipo de industria les brinda a las empresas es la conocida como ‘ventaja de ser el primero’. A

primera vista, parece ser la misma oportunidad que existe en las industrias emergentes pero, en realidad, no es así porque existen importantes diferencias entre la manera en la que ‘ser el primero’ se implementa en una industria emergente y en una industria de red.

‘Ser el primero’ en una industria emergente es importante en, al menos, tres formas: Primero, porque puede permitirle a la empresa obtener ventajas tecnológicas, ya sea por generar economías de escala o mediante la obtención de patentes en tecnologías críticas para la industria. Segundo, porque ser pionera le permite a la empresa adquirir o desarrollar activos estratégicos valiosos en esa industria. Tercero, porque ser la primera en la industria le permite a la empresa generar costos de cambio para sus clientes que luego le facilitarán su retención cuando ingrese la competencia.

En industrias de red, la empresa pionera puede crear valor en la medida en la que sus productos o servicios se vuelvan el estándar ‘de facto’ de la industria ya que, cuando eso sucede, la empresa puede terminar incluso teniendo prácticamente toda la cuota de mercado de la industria.

Cuanto más puramente ‘de red’ es una industria, mayor es la dependencia que tiene el valor de los productos o servicios ofrecidos en ella con respecto a la cantidad de personas que los utilizan. Esto se traduce en que, si un producto o servicio concreto es uno de los primeros en ser introducidos en una industria de red y es el primero en ser adoptado por una minoría significativa de potenciales clientes, lo que ocurre a menudo es que termina creciendo hasta dominar completamente el mercado. Esto se traduce en que, en las industrias de red, las estrategias implementadas por las empresas pioneras tienen habitualmente el resultado de que ‘el ganador se lo lleva todo’.

Este aspecto de ‘el ganador se lo lleva todo’ que es característico de las estrategias implementadas en industrias de red es muy diferente de la creación de costos de cambiar que son característicos de las estrategias implementadas en industrias emergentes ya que, en este último caso, los costos de cambiar son el resultado de las ‘inversiones’ que los clientes realizan para utilizar el producto/servicio y del grado de integración que este tiene con sus actividades. Por tanto, la decisión que enfrentan estos clientes al querer cambiar requiere comparar el valor que obtienen por utilizar ese producto/servicio versus el valor que obtendrían por utilizar uno de la competencia sumado a los costos que deberían asumir para dejar de utilizar el producto/servicio actual y los costos que deberían asumir para poder utilizar en toda su extensión el equivalente de la competencia. En este punto, una persona o empresa podría decidir no cambiar el producto/servicio que utiliza actualmente por uno de la competencia porque, a pesar de que este puede tener características superiores, el costo de cambiar, medido en tiempo, dinero y esfuerzo les resultan demasiado altos.

En las industrias de red, la negación a cambiar de producto o servicio no depende de los costos que el cliente tuvo que asumir para poder utilizarlos ya que, de hecho, en las industrias de este tipo es posible que el cliente no tenga que asumir ningún costo para utilizar el producto/servicio de una empresa pero, aun así, puede no estar dispuesto a cambiarlo por uno equivalente de la competencia. En lugar de eso, la reticencia a cambiar en estas industrias depende de la cantidad de usuarios que tenga el producto/servicio equivalente de la competencia, y no del costo que deba asumirse para

utilizarlo; es decir que, si la cantidad de usuarios del nuevo producto/servicio es baja, en una industria de red su valor para los clientes es bajo y, por lo tanto, estos no estarían dispuestos a cambiarse a él y utilizarlo.

Existe la posibilidad de que, en algunas industrias de red cuyos productos o servicios requieren aprendizaje y/o se integran profundamente con la vida de las personas o los procesos de negocio las empresas, existan tanto los costos de cambiar como el ‘efecto red’. En estas industrias el porcentaje de retención de clientes es muy alto como consecuencia de los desincentivos al cambio que ambos factores generan en los clientes y, dada la característica de ‘el ganador se lo lleva todo’ que tienen estas industrias, es habitual ver a empresas utilizando estrategias que las llevan a perder dinero de manera continua durante años para llegar a ser la líder del mercado. Puede que sea contraintuitivo creer que es inteligente que una empresa utilice estrategias que le generan pérdidas de dinero por años solo con el objetivo de ganar cuota de mercado pero, si se tiene en cuenta las características de este tipo de industrias, puede deducirse que, si la estrategia de esa empresa resulta ser exitosa, cuando sea la líder del mercado y tenga consigo a la gran mayoría de los clientes, podrá dejar de gastar tanto dinero y aumentar el precio de su producto/servicio aprovechando que la retención de clientes en esa industria es muy alta y, gracias a eso, no solo recuperar el dinero invertido durante años sino, además, obtener altos retornos sobre su capital por prolongados periodos de tiempo. Cuando esta estrategia es llevada al extremo, las empresas pueden intentar vender sus productos/servicios a muy bajo precio o incluso regalarlos con el objetivo de incrementar la cantidad de usuarios que los utilizan de tal manera que, a medida que aumenta la cantidad de usuarios y se genera una masa crítica, el valor del producto o servicio aumenta de manera más que proporcional hasta llegar eventualmente a convertirse en el estándar de facto de la industria. Una vez conseguido eso, la empresa puede comenzar a subir sus precios para obtener una ganancia gracias a haber construido una fuerte ventaja competitiva.

Oportunidades en industrias de núcleo vacío

Los mercados existen cuando compradores y vendedores entran voluntariamente en intercambios económicos que ambos consideran más beneficiosos que cualquier otro intercambio que puedan realizar en ese momento con ese dinero. Cuando un comprador valora subjetivamente más el bien o servicio que va a adquirir que el dinero que debe entregar por él y el vendedor considera que el dinero que va a recibir por el bien o servicio vale más que este, el intercambio se produce y ambos participantes salen beneficiados pero, en algunas configuraciones de industrias, los compradores y vendedores pueden nunca llegar a concluir que un intercambio particular es más beneficioso que cualquier otro que podrían concretar. En este tipo de industrias, los compradores siempre están intentando comprar y los vendedores intentando vender pero, como ninguno cede a sus demandas, los intercambios nunca ocurren; a este tipo de configuraciones se las conoce como ‘industrias de núcleo vacío’.

Como puede deducirse del párrafo anterior, para que los intercambios se produzcan en un mercado alguna de las dos partes tiene que ceder y, dado que las empresas tienen costos recurrentes que les resultan imposibles de evitar, tienen fuertes incentivos para ceder, estableciendo precios más bajos que incluso, en algunos casos, llegan a estar por debajo de sus costos, lo cual por supuesto les asegura que perderán dinero, aunque la cantidad perdida será menor que cuando no se realizaba ninguna transacción. Este tipo de contextos en el que las empresas están dispuestas incluso a competir estableciendo precios de venta que están por debajo de sus costos promedio reciben habitualmente el nombre de ‘competencia feroz, desleal o despiadada’ (dumping).

En las estructuras industriales vistas anteriormente es común que las empresas menos eficientes sufran pérdidas económicas mientras que las empresas más eficientes son capaces de obtener paridad competitiva o incluso ventajas competitivas pero, en las industrias de núcleo vario, incluso las empresas más eficientes pierden dinero.

¿Qué condiciones deben darse para que un mercado tenga un núcleo vacío y para que se produzca una competencia despiadada? Este tipo de contextos suelen ocurrir cuando la nueva oferta es agregada en grandes cantidades, hay altos costos fijos inevitables, muy poca diferenciación de producto/servicio y una demanda de comportamiento inestable.

En algunas industrias la oferta solo puede ser agregada en grandes unidades discrecionales. Por ejemplo: la oferta en una ruta aérea no puede ser agregada mediante un asiento a la vez sino que tiene que ser agregada por avión. De manera similar, en la industria del transporte marítimo la oferta es agregada por barco, en la industria de la generación eléctrica la oferta es agregada por central de generación y en la industria del transporte de gas la oferta es agregada por gasoducto o barco de transporte de gas licuado. Cuando esas unidades discretas de capacidad adicional son grandes en relación a la oferta actual de la industria, la curva de oferta no se mueve de manera suave y continua sino que tiene desplazamientos mediante saltos discretos.

La competencia despiadada emerge en una industria de núcleo vacío cuando las empresas, que tienen altos costos fijos inevitables, no logran colocar sus productos/servicios en el mercado a un precio que les permitan obtener ganancias debido a que los clientes no están dispuestos a pagarlo; en ese caso terminan perdiendo dinero recurrentemente como consecuencia de los costos fijos así que, con el objetivo de reducir al menos parcialmente sus pérdidas, las empresas pueden estar dispuestas a vender a precios que no cubren completamente sus costos pero al menos cubren sus costos fijos. Si esa estrategia se prolonga en el tiempo por supuesto que las empresas terminarán yendo a la quiebra pero, al menos esto, les permite ganar tiempo para intentar encontrar alguna estrategia que les permita sobrevivir.

Si las empresas logran encontrar la manera de diferenciar sus productos/servicios en industrias en las que los incrementos de oferta se producen en grandes cantidades a través de saltos discrecionales y las empresas deben afrontar altos costos fijos inevitables, cabe la posibilidad de que pueda evitarse la competencia despiadada. Si las estrategias de diferenciación llevan a la creación de varios grupos

no competitivos de clientes, entonces diferentes empresas pueden satisfacer la demanda de diferentes grupos de clientes y la competencia despiadada no emergerá.

Una demanda inestable en este tipo de industrias es una gran fomentadora de competencias feroces entre empresas debido a que, cuando en una industria la demanda es predecible, eso posibilita que las empresas adapten su estructura, tecnología e instalaciones para que su capacidad de producción de bienes o servicios se acerque lo más posible a la demanda esperada, lo cual además atenúa los problemas generados por el hecho de que, en esa industria, solo es posible agregar oferta al mercado en grandes cantidades. Sin embargo, cuando la demanda tiene un comportamiento volátil e inestable, es muy difícil en este tipo de industrias construir la cantidad de instalaciones correcta y adaptar la estructura de la compañía de tal manera que la oferta que la empresa lleve al mercado sea aproximadamente igual a la demanda con la que se va a encontrar y que eso se produzca en un nivel de precios que deje satisfechos tanto a la empresa como a los clientes.

Una industria que tuvo muchos de los atributos de una industria de núcleo vacío fue la industria de la aviación comercial de EEUU luego de su desregulación. Antes de 1978, la industria de la aviación comercial en EEUU estaba altamente regulada; existía una agencia federal del gobierno llamada ‘junta de aeronáutica civil’ que determinaba qué aerolíneas estaban habilitadas para volar cada ruta, la frecuencia de los vuelos y los precios máximos que se podían cobrar. Durante este periodo altamente regulado, la estructura, las características y la evolución de esta industria era muy estable, las amenazas de nuevos competidores eran muy bajas y las empresas eran rentables.

A partir de 1978, los procesos regulatorios que determinaban las rutas, las frecuencias de los vuelos y los precios de los pasajes en la industria de la aviación comercial de EEUU fueron reemplazados por procesos de mercado. Esta desregulación aumentó de manera considerable la intensidad de la competencia ya que no solo se eliminaron las barreras de entrada que había para la competencia sino que se fomentó especialmente la rivalidad entre empresas llegando a reestructurar incluso los contratos de las aerolíneas con los sindicatos. No es sorprendente que todos esos cambios provocasen que, en el periodo inmediatamente posterior a la desregulación, los precios de los pasajes aéreos cayeran significativamente.

Muchos analistas suponían que ese periodo de intensa competitividad duraría relativamente poco, hasta que la competencia vigorosa entre empresas eliminase del mercado a las empresas menos eficientes, dejando en pie solo a las mejores que, luego de la ‘purga’, podrían ajustar sus modelos de negocio para crecer, ser rentables y crear valor para sus accionistas pero, sin embargo, eso no ocurrió y el periodo de intensa competitividad se prolongó hasta el punto de que 15 años después, prácticamente todas las aerolíneas de EEUU (con excepción de Southwest Airlines) seguían perdiendo dinero y varias de ellas habían entrado ya en bancarrota. Tanto las aerolíneas poco eficientes como las muy eficientes perdían dinero en esa industria y las razones para que tal situación atípica ocurriera se encontraban en las características que había adoptado esa industria al desregularse, las cuales son típicas de industrias de núcleo vacío que generan una competencia despiadada entre las empresas que forman parte de ella. La oferta en esa industria se incorpora al

mercado solo por medio de grandes incrementos, no mediante un asiento a la vez sino mediante un avión a la vez. Las empresas afrontan costos fijos altos e inevitables asociados a la posesión de los aviones; cada avión puede costarle cientos de millones de dólares a la empresa y es un costo que la aerolínea debe pagar sin importar si el avión está siendo utilizado para llevar pasajeros o no. Como consecuencia de esos altos e inevitables costos fijos, las aerolíneas no tienen incentivos para negarse a realizar un vuelo, incluso si pierden dinero al hacerlo porque, aun así, estarían perdiendo menos dinero que si decidieran no realizar el vuelo. Inmediatamente después de la desregulación, la mayoría de las aerolíneas tenían estructuras de rutas similares así que había muy poca diferenciación entre lo que ofrecía una empresa y las demás. Por último, dado el escaso historial que tenían las empresas acerca del comportamiento de la demanda en esa industria luego de la desregulación, predecir el comportamiento de la demanda se volvió una tarea muy difícil de realizar para las compañías así que, teniendo en cuenta las características de este entorno competitivo, no sorprende que la mayoría de las aerolíneas de EEUU haya perdido dinero de manera recurrente en esa industria durante años.

Oportunidades: Colusión, regulación gubernamental o diferenciación significativa

Durante todo el periodo post desregulación, las aerolíneas estadounidenses implementaron una gran variedad de estrategias con el objetivo de llegar a ser rentables. Por ejemplo: Muchas empresas renegociaron sus contratos con los sindicatos y redujeron la calidad del servicio con la vista puesta en reducir el costo de sus operaciones todo lo posible pero dichos esfuerzos terminaron siendo insuficientes debido a que el liderazgo en costos bajos no es una oportunidad viable para construir ventajas competitivas en industrias de núcleo vacío. Las oportunidades que se encuentran disponibles para empresas que pertenecen a industrias maduras, incluyendo el refinamiento del producto o servicio, la innovación de procesos o el mejoramiento del servicio al cliente, tampoco resuelven los problemas de competitividad que tienen las industrias de núcleo vacío y, en ese mismo sentido, las oportunidades disponibles para empresas que pertenecen a industrias declinantes tampoco son efectivas en este tipo de industrias. En resumen, la fuerte competencia que habitualmente experimentan las empresas que integran industrias maduras o declinantes no es equivalente a la competencia despiadada que experimentan las empresas pertenecientes a industrias de núcleo vacío así que, por esa razón es que las oportunidades que tienen a su disposición estas empresas, si es que desean sobrevivir, obtener paridad competitiva o tal vez, en el mejor de los casos, ventajas competitivas, quedan reducidas a las siguientes:

Colusión

La competencia en las industrias de núcleo vacío puede provocar que los precios de los productos/servicios ofrecidos por todas las empresas que las componen caigan por debajo del

promedio de sus costos y se mantengan así durante prolongados periodos de tiempo así que, una estrategia que tienen las empresas para evitar esa situación destructiva es realizar acuerdos de colusión, es decir, que las empresas repriman o restrinjan voluntariamente la competencia por zonas geográficas, por segmentos de negocio, o turnándose para incorporar oferta al mercado.

La colusión es un ejemplo de cooperación entre empresas. Por lo general, a pesar de que esta estrategia permite generar rendimientos positivos que, en algunos casos, son altos para las empresas involucradas, usualmente lo hace perjudicando a los clientes. La manera más común en la que se los perjudica es estableciendo precios que están por encima del nivel que tendrían si la competitividad fuera plena aunque, en el caso de las industrias de núcleo vacío, lo cierto es que los clientes terminan estando mejor con colusión que sin ella porque, de lo contrario, existe la posibilidad de que ninguna de las empresas logre evitar la bancarrota tarde o temprano y los clientes se queden no solo sin producto o servicio sino también sin empresas dispuestas a proveerlos.

Regulación Gubernamental

A pesar de que los convenios de colusión entre empresas son una alternativa viable en este tipo de industrias, al ser acuerdos voluntarios nunca se tiene la plena seguridad de que estas los van a respetar. Una vez que las empresas se ponen de acuerdo para cooperar mediante la reducción de la oferta y el incremento de precios se generan fuertes incentivos entre ellas para ‘hacer trampa’ y no respetarlos. En este tipo de industrias, la manera más habitual de hacerlo es agregando al mercado más oferta de la acordada, pero el problema que eso conlleva es que, cuando las otras empresas detectan ese comportamiento suelen responder de la misma manera y todo queda predispuesto para que la competencia despiadada emerja.

Cuando las empresas no pueden disciplinarse a sí mismas lo suficiente como para evitar la competencia feroz en una industria de núcleo vacío pueden intentar buscar regulación gubernamental como un medio para mantener el orden y la disciplina dentro de una industria. En otras palabras, en lugar de confiar en la colusión tácita entre empresas como un mecanismo ‘no de mercado’ para establecer precios por encima del nivel de costos promedio de las empresas, el gobierno usa sus procesos administrativos y burocráticos para regular la industria, estableciendo los precios en un nivel que les permita a las empresas sobrevivir. Gracias a eso, logra garantizar que la industria sobrevivirá y que sus clientes podrán encontrar en el mercado los productos o servicios que sus empresas ofrecen, aunque tendrán que pagarlos a precios más altos que cuando había en la industria un contexto de competencia despiadada.

Diferenciación de producto/servicio

Esta estrategia es la misma que se ha explicado anteriormente para otras industrias pero, en este caso, la diferencia está en la intensidad porque, en este tipo de industrias, para que una estrategia de diferenciación logre ser exitosa e incentive a los clientes a pagar más, la diferenciación del producto o servicio con respecto a la competencia necesita ser muy significativa.

Tal como se mencionó anteriormente, la estrategia de diferenciación debe tener el efecto de crear grupos no competitivos de clientes ya que, cuando eso ocurre, la empresa puede disfrutar de algunas de las ventajas de tener una especie de monopolio sobre un grupo de clientes a los cuales les vende. Gracias a estos monopolios parciales, las empresas no necesitan competir por clientes y los niveles de competitividad se mantienen bajos.

Resolviendo los problemas de la industria desregulada de la aviación comercial en EEUU

La industria desregulada de la aviación comercial es un excelente ejemplo de industria de núcleo vacío con competencia despiadada que supo llegar a un equilibrio entre empresas que les permitió a todas obtener ganancias como resultado de haber explotado oportunidades de colusión, regulaciones gubernamentales y diferenciación para resolver sus problemas.

A pesar de que les había tomado más de una década lograrlo, para mediados de la década de 1990, la industria se había estabilizado y la mayoría de las aerolíneas estadounidenses había logrado llegar a ser rentable, pero entonces ocurrió el 11 de septiembre de 2001 y tanto el mundo como la industria de la aviación comercial cambiaron drásticamente de un día para el otro.

Para mediados de los años 80s del siglo XX, les había quedado claro a las aerolíneas que las estrategias que eran válidas en industrias maduras o en declive no lo eran en la industria de la aviación comercial y, a pesar de que las empresas habían incrementado sus niveles de eficiencia, se estaba volviendo cada vez más obvio que no serían capaces de cortar sus costos lo suficiente como para volverse empresas cuyo modelo de negocio les permitiera ser financieramente viables. A partir de ese momento, las aerolíneas comenzaron a colusionar entre ellas pero el Departamento de Justicia de EEUU detectó la estrategia y las obligó a reembolsar el dinero a los pasajeros. Esta situación llevó a que, a mediados de los 90s algunas autoridades de la industria comenzaran a pedir una re-regulación de la industria por parte del gobierno y, aunque los precios de los pasajes y las rutas no volvieron a ser regulados, el gobierno de EEUU volvió a crear un régimen regulatorio que les permite a las aerolíneas realizar actividades que podrían ser consideradas ilegales en otras industrias pero que son necesarias en la industria de la aviación comercial para evitar que la competencia despiadada termine llevando a todas las empresas a la quiebra.

Concretamente, el gobierno de EEUU le permitió a las aerolíneas crear una especie de monopolios geográficos a través del sistema de hubs (denominado ‘hub-and-spoke system’). ¿En qué consiste este sistema? Diferentes aerolíneas dominan diferentes hubs geográficos: Delta Airlines en Atlanta y Cincinnati, American Airlines en Dallas y Chicago, United Airlines en Chicago y Denver, US Airways en Pittsburgh y Filadelfia, Continental Airlines en Houston y Cleveland, etc. Esas aerolíneas dominan esos hubs, ofertando la mayor cantidad de vuelos desde y hacia esas ciudades, operando además las puertas más atractivas de esos aeropuertos. Una persona que vuela desde o hacia alguna de esas ciudades es muy probable que lo haga en un avión de la aerolínea que domina ese hub y, más importante aún, cualquier persona que viva en esas ciudades o en sus zonas cercanas tiene pocas opciones disponibles para volar además de hacerlo con la aerolínea que domina el hub.

Esta dominancia les brinda a las aerolíneas poder sobre un mercado limitado geográficamente, el cual pueden utilizar para subir el precio de los pasajes por encima del nivel de precios que deberían fijar en un entorno mucho más competitivo. Esta configuración del marco competitivo de la industria provoca que ocurran, por ejemplo, situaciones anómalas como la siguiente: Dos pasajeros, Juan y Pedro, van a viajar por la misma aerolínea con destino a la ciudad C. Juan lo hará desde la ciudad A (que no tiene hub) haciendo escala en la ciudad B (que tiene hub) mientras que Pedro partirá directamente desde la ciudad B. El sentido común nos dice que el pasaje de Juan debería costar más que el de Pedro debido a que su vuelo recorre una distancia mayor pero, con la estructura competitiva que tiene esta industria, es más probable que Pedro termine pagando su pasaje más caro que Juan debido a que este último parte desde una ciudad que no tiene hub y, como la competitividad entre empresas allí es mucho más intensa, eso provoca que su pasaje le termine costando relativamente menos a pesar de que su vuelo recorre una distancia mayor que la del vuelo de Pedro.

Dicho de otra manera, el dominio de ciertas ciudades importantes del país por parte de aerolíneas concretas crea una gran diferenciación de productos entre empresas ya que, en el hub que cada empresa domina, esta tiene la posibilidad de acaparar las mejores puertas, los mejores horarios y de ofrecer la mayor cantidad de vuelos, lo cual le brinda la posibilidad fijar precios por encima de los que podría fijar en caso de que tanto las puertas de los aeropuertos como los vuelos se definiesen mediante libre competencia.

Un beneficio adicional que tiene esta estrategia es que les permite a las empresas que operan los hubs predecir de manera más precisa la demanda de vuelos gracias a que, a pesar de que las demandas provenientes de ciudades aledañas a aquella en la que está instalado el hub suelen ser impredecibles, estas tienden a nivelarse entre sí de tal manera que toman más estable el comportamiento de la demanda total de ese hub y le permiten a la empresa que lo gestiona proporcionar una cantidad de vuelos aproximadamente correcta para cada ruta, evitando en todo lo posible, gracias a eso los problemas de sobre y sub-capacidad que son muy característicos de este tipo de industrias.

En definitiva, esta estructura competitiva le permitió a la industria aerocomercial estadounidense sobreponerse a la competencia feroz que estaba beneficiando mucho a los clientes pero haciendo imposible que la mayoría de las empresas pudiera sobrevivir; estabilizó el entorno competitivo y alcanzó un punto intermedio en el que los precios de los pasajes no se volvieron prohibitivos para los clientes y a la vez les permitió a las empresas alcanzar y sostener en el tiempo rentabilidades positivas. Dicho esto, cabe destacar nuevamente que existe una aerolínea, Southwest Airlines, que nunca experimentó grandes pérdidas como consecuencia de la competencia despiadada, nunca ha operado un hub, vuela un solo tipo de avión y ha logrado obtener rentabilidades positivas de manera sostenida durante prolongados periodos de tiempo.

✓ A continuación se encuentra una checklist (en absoluto exhaustiva) de preguntas que deberían ser respondidas cuando se está analizando una industria:

- ☐ ¿Qué porcentaje de la industria representan las empresas más importantes que la componen?
- ☐ ¿Cuál es el margen de rentabilidad operativa que tienen las empresas más importantes de la industria?
- ☐ ¿Cómo han sido las tendencias históricas de la cuota de mercado de la industria?
- ☐ ¿Qué tan estable es la industria?
- ☐ ¿Qué tan estable es la cuota de mercado de las empresas más importantes de la industria?
- ☐ ¿Cómo se está comportando la tendencia de los precios de los productos/servicios ofrecidos por las empresas de la industria?
- ☐ ¿Qué estructura tiene la industria (Fragmentada, emergente, madura, declinante, de red o núcleo vacío)?
- ☐ ¿La industria está creciendo en el monto de ventas facturadas por las empresas?
- ☐ ¿Existen en la industria empresas que se complementan entre sí?
- ☐ ¿El tamaño de las empresas está creciendo porque también crece el tamaño de la industria o las empresas de esa industria crecen principalmente al quitarle cuota de mercado a sus competidores?
- ☐ ¿Cuánto poder tienen los proveedores?
- ☐ ¿Pueden las empresas pasarles los incrementos de precios de los proveedores a sus clientes?
- ☐ ¿Hay productos sustitutos a disposición?
- ☐ ¿Existen costos por cambiarse a los productos/servicios de la competencia?
- ☐ ¿Cuánto poder tienen los clientes?
- ☐ ¿Qué tan informados están los clientes acerca del poder que tienen sobre las empresas?
- ☐ ¿Cómo son las tasas de entrada y salida de empresas de la industria?
- ☐ ¿Cómo son las reacciones anticipadas de las empresas consolidadas de la industria ante el ingreso de nuevas empresas competidoras?
- ☐ ¿Qué reputación tienen las empresas que actualmente integran la industria?
- ☐ ¿Qué tan difíciles de replicar son los activos de las empresas de esa industria?

- ☐ ¿Cuál es la escala mínima de producción que permite que sea eficiente?
- ☐ ¿Hay capacidad ociosa en la industria?
- ☐ ¿Hay alguna manera de diferenciar el producto/servicio que ofrecen las empresas de la industria?
- ☐ ¿Cuál es el ROIC promedio que obtiene una nueva empresa que ingresa a la industria?
- ☐ ¿Tienen las empresas de la industria contratos de exclusividad con clientes?
- ☐ ¿Protegen las empresas de la industria sus productos/servicios con patentes, derechos de autor o licencias?
- ☐ ¿Cómo es la curva de aprendizaje de los productos/servicios ofrecidos por las empresas de la industria?
- ☐ ¿Hay coordinación de precios (colusión) entre las empresas de la industria?
- ☐ ¿Cuál es el nivel de concentración de empresas dentro de la industria?
- ☐ ¿Cómo se distribuye la capitalización de mercado de empresas dentro de la industria?
- ☐ ¿Qué tan similares son las empresas en cuanto a incentivos, cultura corporativa y composición accionaria?
- ☐ ¿Se comporta la demanda de manera volátil?
- ☐ ¿Tienen las empresas de esa industria altos costos fijos?
- ☐ ¿Está la industria creciendo en nivel de ingresos?
- ☐ ¿Es la industria vulnerable a innovaciones disruptivas?
- ☐ ¿Las nuevas innovaciones fomentan mejoras en los productos/servicios de la industria?
- ☐ ¿Están las innovaciones progresando más rápido que las necesidades del mercado?
- ☐ ¿Tienen las empresas establecidas en la industria un ROIC que supera el costo de capital? Si es así, ¿Por cuánto?
- ☐ ¿Está la industria organizada verticalmente o las empresas tienden a integrarse de manera horizontal?

Capítulo 4: Análisis de Empresas

Para poder analizar una empresa en profundidad, el primer requisito es encontrar empresas que llamen la atención del inversor al mostrar características que señalen que se está en presencia de lo que puede ser una buena oportunidad de inversión.

Teniendo en cuenta que existen miles de empresas cuyas acciones están listadas en mercados financieros de todo el mundo, resulta necesario aplicar algún tipo de filtro de búsqueda con el objetivo de que el inversor no se vea obligado a llevar adelante una búsqueda exhaustiva de buenas empresas atractivas para invertir ya que esto podría ser el equivalente a ‘buscar una aguja en un pajar’. Como consecuencia de eso, es sumamente recomendable la aplicación de filtros cualitativos de búsqueda que le permitan al inversor ir eliminando grupos de empresas, de tal manera de quedarse con ‘los pajares en los que hay una mayor cantidad de agujas’.

El método Top-Down es el más idóneo para la aplicación de filtros que van desde lo más general a lo más particular ya que permite que, al llegar el momento de analizar en profundidad empresas concretas, la selección se realice sobre un grupo reducido de ellas, gracias a haber aplicado previamente los filtros necesarios para descartar los sectores e industrias cuyos drivers no se encuentran en el estado apropiado para el contexto que están atravesando en ese momento el ciclo del mercado y el sentimiento inversor.

La secuencia ideal de pasos al armar un portafolio de inversión inicia buscando aquellas empresas que cuentan con las características cualitativas que las convierten en excelentes inversiones para el contexto actual y futuro del mercado para posteriormente analizar si las que terminaron siendo seleccionadas tienen valuaciones caras o baratas, procediendo finalmente a comprar aquellas que estén baratas.

Un error común que cometen muchos inversores es el de iniciar buscando empresas que estén ‘baratas’ (generalmente en base a valores de algunos ratios) para luego, una vez encontradas, analizar sus características cualitativas y decidir qué porcentaje del portafolio le asignarán. El problema con esta secuencia de pasos es que, para el momento en que el inversor terminó de analizar la empresa y está listo para invertir, la oportunidad puede haber desaparecido y, si esto le sucede en varias ocasiones, la sensación de urgencia que puede experimentar al encontrar una nueva empresa que se encuentre ‘barata’, alimentará la tentación de omitir la parte de análisis cualitativo de la empresa para pasar directamente a la asignación de capital y la compra con el objetivo de no volver a perder la oportunidad. Invertir en empresas que parecen ‘baratas’ sin conocer sus características cualitativas es una estrategia de alto riesgo ya que muchas empresas ‘parecen baratas’ porque merecen estarlo y, si el inversor invierte en empresas que no conoce en profundidad, corre el

riesgo de que el mal desempeño de unas pocas malas inversiones elimine lo todo ganado con las buenas.

Una vez que el inversor ha reducido la búsqueda de empresas a un grupo de sectores e industrias concretas, lo ideal es que, cuando encuentre una empresa que cumpla con los requisitos de tener un negocio con características únicas y un gran equipo directivo, la agregue a su lista de potenciales inversiones sin importar la valuación que esta tenga en ese momento ya que, como el sentimiento inversor cambia mucho más rápido de lo que cambian las empresas, es posible que en algún momento suceda algo en el mercado financiero que torne al sentimiento inversor temporalmente muy negativo y que eso le permita al inversor aprovechar ese contexto para invertir en ella, pero sería muy difícil que eso ocurra si previamente el inversor no ha estudiado la empresa y la ha agregado a su lista de potenciales buenas inversiones. Dicha lista permite actuar de manera rápida y decidida cuando la oportunidad se presenta e impide actuar de manera imprudente cuando se tiene alguna idea de inversión.

Gracias al método Top-Down se logra reducir el análisis profundo de empresas solo a las que pertenecen a determinados sectores e industrias que cuentan con drivers muy favorable para el contexto actual y futuro de la economía, la política y el mercado financiero en general pero, aun así, es posible que, incluso después de aplicados esos criterios de selección, la cantidad de empresas que los cumplen y que, por lo tanto, merecen ser analizadas en profundidad sea aún demasiado grande. Como consecuencia de eso, será necesario aplicar filtros adicionales referidos a características cualitativas de las empresas restantes con el objetivo de reducir la cantidad de empresas que merecen ser analizadas en profundidad a un número ‘manejable’ para el inversor. Una herramienta muy idónea para lograr este cometido consiste en armar listas con características que, en caso de observarlas en una empresa, la tornarían más atractiva para incorporarla al portafolio de inversión debido a que dichas características, según el análisis realizado por el inversor, aumentan las probabilidades de que la empresa resulte ser una inversión con un rendimiento futuro superior al del índice de referencia. La implementación de esta técnica es muy sencilla ya que consiste en armar una lista de características cualitativas, seleccionar empresas candidatas, analizar si cumplen o no con las características deseadas e ir sumando puntos en caso de que las tengan. Una vez analizadas de manera superficial todas las empresas de la lista, aquellas con mayor puntaje serán las que merezcan ser analizadas con mayor profundidad.

Un ejemplo de lista (muy incompleta) de filtros cualitativos aplicables a empresas es la siguiente:

- ✓ Productos y/o servicios con Ingresos recurrentes.
- ✓ Negocios con perspectivas de crecimiento orgánico (es decir, no a través de fusiones o adquisiciones).
- ✓ Gerentes con una larga trayectoria en el negocio y con objetivos alineados con los de los accionistas.
- ✓ Ventajas competitivas (fosos defensivos) fuertes y sostenibles a largo plazo.
- ✓ Altos rendimientos sobre el capital invertido (ROIC).

- ✓ Competencia limitada.
- ✓ Bajos requerimientos de inversiones de capital.
- ✓ Una base de clientes diversificada.
- ✓ Poca deuda en relación a Equity y Activos.

Empresas	Ingresos recurrentes	Crecimiento orgánico	Excelente Gerencia	Ventajas competitivas	Alto ROIC	Competencia limitada	Bajo CapEx	Clientes diversificados	Poca Deuda	Total
Empresa A	✓	✓	✓	-	✓	X	✓	✓	✓	7
Empresa B	✓	✓	-	X	-	✓	✓	✓	-	5
Empresa C	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	9

...

Referencias: ✓ = La posee, X = No la posee, - = No estoy seguro

Este tipo de listas permite realizar comparaciones entre empresas por lo que resulta muy útil que cada inversor incluya en ellas todos aquellos filtros que le permitan dejar en la selección final solo a aquellas empresas que cumplan con todas sus preferencias. Una vez obtenido el conjunto final de empresas, puede procederse a realizar el análisis exhaustivo de las mismas.

A continuación se describirá en detalle la manera de realizar el análisis profundo de una empresa. Dicho análisis sigue la metodología descrita por Shearn (2011) debido a que el autor de este trabajo de investigación considera que es la mejor que se conoce hasta este momento. Esta metodología consiste en analizar una empresa mediante una serie de pasos que van abordando diferentes aspectos importantes de la misma y, en cada uno de ellos, ir respondiendo preguntas cuyas respuestas le brindan al analista información importante acerca del aspecto de la compañía que se está analizando. Una vez cumplidos todos los pasos y respondidas todas las preguntas, el análisis estará completo y el analista contará en ese momento con información más que suficiente para realizar una valuación sensata de la compañía en la que está considerando invertir.

Paso 1: Entender las principales características del negocio de la empresa

Una vez que el inversor se ha interesado particularmente en una empresa concreta y desea analizarla en profundidad, debería abordar un enfoque estructurado para evaluar las características de su negocio.

Si el inversor logra tener un entendimiento sólido y sin ambigüedades de aquello que la compañía hace y es capaz de explicarlo de manera sencilla, será menos probable que pierda el tiempo en cuestiones menores y tangenciales a medida que va avanzando en el análisis de la empresa.

El escenario ideal consistiría en entender cómo es la compañía en la actualidad mediante el análisis de su evolución a lo largo del tiempo debido a que eso permite además entender qué parte de la

evolución del valor de la empresa puede ser atribuida a su propuesta de valor y a decisiones tomadas por sus gerentes, y qué parte ha sido en realidad el resultado del ciclo económico o el azar/suerte.

¿Estoy dispuesto a dedicar todo el tiempo que sea necesario para aprender acerca del negocio?

No es posible entender completamente el negocio de una empresa en cuestión de horas sino que es un proceso que lleva mucho tiempo si lo que se pretende es realmente entender la manera en la que una empresa opera sus diferentes negocios, además de determinar la competencia e integridad del equipo directivo.

Si el inversor descubre que le resulta extremadamente difícil analizar una empresa o que simplemente no le está interesando demasiado analizarla, eso puede ser una clara señal de que tal vez quiera descartarla y pasar a la siguiente ya que, aunque es perfectamente posible que cualquier persona logre eventualmente entender un negocio, por más complejo que sea, si le dedica la suficiente cantidad de tiempo a estudiarlo, dicho entendimiento, al carecer de interés, continuará siendo a lo sumo superficial así que, en lugar de dedicar mucho tiempo a empresas que no le resultan interesantes y que, por lo tanto, difícilmente terminen generándole un gran rendimiento sobre la inversión como consecuencia de lo superficial del análisis, es preferible invertir el tiempo en desarrollar un entendimiento profundo de empresas en las cuales el inversor esté genuinamente interesado.

¿Cómo analizarías el negocio de la empresa si fueras a convertirte en su CEO?

La meta de cualquier inversor de largo plazo debería ser obtener el mayor entendimiento posible de los fundamentos subyacentes de un negocio, como así también entender de qué manera dichos fundamentos pueden ser cambiados.

Una buena estrategia a adoptar al comenzar el estudio de una empresa es pretender que uno deberá hacerse cargo de la misma en los próximos meses, asumiendo el cargo de gerente ejecutivo (CEO) ya que, quien deba asumir ese rol en una empresa tendrá la obligación de conocer:

- Factores macroeconómicos y políticos que afectan a la industria.
- Características de otras empresas de la industria, competidoras directas de aquella de la que se hará cargo.
- Evolución de la industria, de ser posible desde sus comienzos, para entender de qué manera ha ido cambiando su entorno competitivo a lo largo del tiempo.

- Estado del negocio y situación financiera, tanto de la empresa como de sus competidores, para lo cual será necesario leer los reportes anuales (10-K) y trimestrales (10-Q) de las mismas²³.

En resumen, el analista debe lograr entender la forma en la que ha evolucionado la industria a la que pertenece la empresa que está analizando, las principales características que tienen los clientes de la empresa y los beneficios que dichos clientes reciben de la misma.

¿Puedes explicar, con tus propias palabras, de qué manera opera la empresa?

Para entender la manera en la que una empresa opera sus diferentes negocios es necesario leer la presentación para inversores que se encuentra en la web de relaciones con el inversor (investor relations) de la empresa, el Ítem 1 del 10-K, en caso de que la empresa está registrada en EEUU, o el Ítem 4 del 20-F, en caso de que la empresa esté registrada en otro país pero tenga acciones listadas en algún mercado financiero de EEUU. Estos ítems de los reportes anuales que las empresas están obligadas de publicar ante la Security and Exchange Commission (SEC) de EEUU contienen una descripción de las actividades de la empresa y una descripción detallada de:

- Todos los segmentos de negocio de la empresa.
- Canales de distribución.
- Estrategias de marketing.
- Actividades de producción.
- Requerimientos regulatorios.
- Discusiones de los gerentes acerca de estrategias y factores de riesgo (Para profundizar en este ítem es necesario leer también el Ítem 2 del 10-K o el Ítem 5 del 20-F).
- Tamaño de la industria y tendencias.
- Información acerca de la composición de la competencia.

Una buena práctica para realizar luego de la lectura del 10-K o 20-F es la de confeccionar el modelo de negocio canvas de la compañía, cuya descripción y características están detalladas en Osterwalder y Pigneur (2010). Esta herramienta permite a cualquier persona entender, de un vistazo, el modelo de negocio de una empresa y su confección obliga al analista a lograr entenderla en profundidad.

¿En qué consiste el modelo de negocio canvas?

²³ Si la empresa no está registrada en EEUU, el equivalente al 10-K es el 20-F y el equivalente al 10-Q es el 6-K. Toda esa información se encuentra disponible en la página web de relaciones con el inversor (Investor Relations) de la empresa que se esté analizando.

Un modelo de negocio describe las bases sobre las que una empresa crea, proporciona y capta valor. De acuerdo con la propuesta de estos autores, la mejor manera de describir un modelo de negocio es dividirlo en nueve módulos básicos que reflejen la lógica que sigue una empresa para obtener ingresos. Estos nueve módulos cubren las cuatro áreas principales de un negocio: clientes, oferta, infraestructura y viabilidad económica.

La imagen que se encuentra a continuación muestra el modelo de negocio canvas vacío:

<i>Asociaciones clave</i> 	<i>Actividades clave</i> 	<i>Propuestas de valor</i> 	<i>Relaciones con clientes</i> 	<i>Segmentos de mercado</i> 
	<i>Recursos clave</i> 		<i>Canales</i> 	
<i>Estructura de costes</i> 			<i>Fuentes de ingresos</i> 	

La tarea del inversor es llenar, con el mayor nivel de detalle posible, cada uno de sus nueve módulos pero, ¿Qué información debe ser incluida en cada módulo?

- Segmentos de mercado:** Los clientes son el centro de cualquier modelo de negocio, ya que ninguna empresa puede sobrevivir durante mucho tiempo si no tiene clientes (rentables). Una manera de aumentar la satisfacción de los mismos consiste en agruparlos en varios segmentos con necesidades, comportamientos y atributos comunes. Un modelo de negocio puede definir uno o varios segmentos de mercado, ya sean grandes o pequeños. Las empresas deben seleccionar, con una decisión justificada, los segmentos a los que se van a dirigir y, al mismo tiempo, los que no tendrán en cuenta. Una vez que se ha tomado esta decisión, ya se puede diseñar un modelo de negocio basado en un conocimiento exhaustivo de las necesidades específicas del cliente objetivo. Los grupos de clientes pertenecen a segmentos diferentes si:
 - Sus necesidades requieren y justifican una propuesta de valor diferente.

- Son necesarios diferentes canales de distribución para llegar a ellos.
- Requieren un tipo de relación diferente con la empresa.
- Su nivel de rentabilidad es muy diferente.
- Están dispuestos a pagar por diferentes aspectos de la propuesta de valor.

Preguntas a responder para definir segmentos de mercado:

- ¿Para quién crea valor la empresa?
- ¿Qué características tienen sus clientes más importantes?
- **Propuestas de valor:** La propuesta de valor es el factor que hace que un cliente se decante por una empresa u otra; su finalidad es solucionar un problema o satisfacer una necesidad del cliente. Las propuestas de valor son un conjunto de productos o servicios que satisfacen los requisitos de un segmento de mercado determinado. En este sentido, la propuesta de valor constituye una serie de beneficios que una empresa ofrece a los clientes. Algunas propuestas de valor pueden ser innovadoras y presentar una oferta nueva o disruptiva mientras que otras pueden ser parecidas a ofertas ya existentes e incluir alguna característica o atributos adicionales.

Preguntas a responder para definir propuestas de valor:

- ¿Qué valor proporciona la empresa a sus clientes?
- ¿Qué problema de sus clientes ayuda a solucionar?
- ¿Qué necesidades de los clientes satisface?
- ¿Qué conjunto de productos o servicios ofrece a cada segmento de mercado?
- **Canales:** Los canales de comunicación, distribución y venta establecen el contacto entre la propuesta de valor de la empresa y los clientes. Son puntos de contacto con el cliente que desempeñan un papel primordial en su experiencia con la empresa. Los canales tienen, entre otras, las funciones siguientes:
 - Dar a conocer a los clientes los productos y servicios de la empresa.
 - Ayudar a los clientes a evaluar la propuesta de valor de la empresa.
 - Permitir que los clientes compren productos y servicios específicos.
 - Proporcionar a los clientes una propuesta de valor.
 - Ofrecer a los clientes un servicio de atención posventa.

Preguntas a responder para definir canales:

- ¿Qué canales prefieren los diferentes segmentos de clientes?
- ¿Cómo establece actualmente la empresa contacto con los clientes?
- ¿Cómo se integran entre sí los diferentes canales?
- ¿Cuáles canales están obteniendo los mejores resultados?
- ¿Cuáles son los más rentables, eficientes y productivos?
- ¿Cómo se integran en las actividades diarias de los clientes?
- **Relaciones con clientes:** Las empresas deben definir el tipo de relación que desean establecer con cada segmento de mercado. La relación puede ser personal o automatizada. El tipo de relación que exige el modelo de negocio de una empresa repercute en gran medida en

la experiencia integral del cliente. Las relaciones con los clientes pueden estar basadas en los siguientes objetivos:

- Captación de clientes.
- Fidelización de clientes.
- Estimulación de ventas (venta sugestiva, venta cruzada).

Preguntas a responder para definir relaciones con clientes:

- ¿Qué tipo de relación esperan tener con la empresa los diferentes segmentos de mercado?
- ¿Qué tipo de relaciones ha establecido hasta el momento la empresa con sus clientes?
- ¿Cuál es su costo?
- ¿Cómo se integran con el resto de su modelo de negocio?

- **Fuentes de ingresos:** Si los clientes constituyen el objetivo de un modelo de negocio y la propuesta de valor es su ‘corazón’, las fuentes de ingresos son sus ‘arterias’. Las empresas deben preguntarse lo siguiente: ¿Por qué valor está dispuesto a pagar cada segmento de mercado? Si responde correctamente a esta pregunta, la empresa podrá crear una o varias fuentes de ingresos para cada segmento de clientes. Cada fuente de ingresos puede tener un mecanismo de fijación de precios diferente: lista de precios fijos, negociaciones, subastas, precios de mercado, según el volumen o dependiente de la rentabilidad. Un modelo de negocio puede tener dos tipos diferentes de fuentes de ingresos:

1. Ingresos por transacciones derivados de pagos puntuales de clientes.
2. Ingresos recurrentes derivados de pagos periódicos realizados a cambio del suministro de una propuesta de valor o del servicio posventa de atención al cliente.

Preguntas a responder para definir fuentes de ingresos:

- ¿Por qué valor están dispuestos a pagar los clientes de la empresa?
- ¿Por qué pagan actualmente?
- ¿Cómo pagan actualmente?
- ¿Cómo les gustaría pagar?
- ¿Cuánto contribuyen las diferentes fuentes de ingresos a los ingresos totales?

- **Recursos clave:** Todos los modelos de negocio requieren recursos clave que permiten a las empresas crear y ofrecer una propuesta de valor, llegar a los mercados, establecer relaciones con segmentos de mercado y recibir ingresos. Cada modelo de negocio requiere recursos clave diferentes. Por ejemplo: Un fabricante de microchips necesita instalaciones de producción muy intensivas en capital mientras que un diseñador de microchips depende principalmente de sus recursos humanos. Los recursos clave pueden ser físicos, económicos, intelectuales o humanos y, además, la empresa puede tenerlos en propiedad, alquilarlos u obtenerlos de sus socios clave.

Preguntas a responder para definir recursos clave:

- ¿Qué recursos clave requieren las propuestas de valor de la empresa?
- ¿Qué recursos clave requieren los canales de distribución?
- ¿Qué recursos clave requieren las relaciones con clientes?

- ¿Qué recursos clave requieren las fuentes de ingresos?
- **Actividades clave:** Todos los modelos de negocio requieren de una serie de actividades clave. Estas actividades son las acciones más importantes que debe emprender una empresa para tener éxito, y al igual que los recursos clave, son necesarias para crear y ofrecer una propuesta de valor, llegar a los mercados, establecer relaciones con clientes y percibir ingresos. Tal como sucede con los recursos clave, las actividades también varían en función del modelo de negocio ya que, por ejemplo, la actividad clave del fabricante de software Microsoft es el desarrollo de software, mientras que la del fabricante de computadoras Dell es la gestión de la cadena de suministros. Cuando los inversores hablan de ‘los fundamentos de una empresa’, generalmente se refieren a todo lo que está incluido en este módulo debido a que la mejora o el deterioro de las actividades clave tiene un efecto directo (y en la misma dirección) en las propuestas de valor y en las fuentes de ingresos de la compañía.

Preguntas a responder para definir actividades clave:

- ¿Qué actividades clave requieren las propuestas de valor de la empresa?
- ¿Qué actividades clave requieren los canales de distribución?
- ¿Qué actividades clave requieren las relaciones con clientes?
- ¿Qué actividades clave requieren las fuentes de ingresos?
- **Asociaciones clave:** Las empresas se asocian por múltiples motivos y estas asociaciones son muy importantes para muchos modelos de negocio. Las empresas crean alianzas para optimizar sus modelos de negocio, reducir riesgos o adquirir recursos. Es posible hablar de cuatro tipos de asociaciones:
 1. Alianzas estratégicas entre empresas no competidoras.
 2. Coopetición: Asociaciones estratégicas entre empresas competidoras.
 3. Joint ventures: Empresas conjuntas para crear nuevos negocios.
 4. Relaciones cliente-proveedor para garantizar la fiabilidad de los suministros.

Preguntas a responder para definir asociaciones clave:

- ¿Quiénes son los socios clave de la empresa?
- ¿Quiénes son los proveedores clave de la empresa?
- ¿Qué recursos clave obtiene la empresa de sus socios?
- ¿Qué actividades clave de la empresa son realizadas por sus socios?
- **Estructura de costos:** En este módulo se describen los principales costos en los que incurre la empresa al trabajar con ese modelo de negocio determinado. Tanto la creación y la entrega de valor como el mantenimiento de las relaciones con los clientes o la generación de ingresos tienen un costo. Estos costos son relativamente fáciles de calcular una vez que se han definido los recursos clave, las actividades clave y las asociaciones clave.

Preguntas a responder para definir la estructura de costos:

- ¿Cuáles son los costos más importantes inherentes al modelo de negocio?
- ¿Cuáles son los recursos clave más costosos?
- ¿Cuáles son las actividades clave más costosas?

Para profundizar más acerca de lo explicado sobre los diferentes módulos del modelo de negocio canvas se recomienda leer Osterwalder y Pigneur (2010).

Luego de la lectura de los reportes anuales de la empresa que está analizando y de la confección de su modelo de negocio canvas, el analista está en condiciones de explicar, con sus propias palabras, la manera en la que la empresa opera sus diferentes negocios, cómo fabrica sus productos o desarrolla sus servicios, cómo los distribuye para alcanzar a sus clientes, qué estructura de costos tiene y de qué manera genera ingresos.

¿De qué manera la empresa obtiene ingresos y genera ganancias?

Aunque la respuesta a esta pregunta parezca obvia al analizar algunas empresas es crítico que el analista conozca todas las maneras en las que la empresa que está analizando obtiene ingresos (ya que algunas maneras de obtenerlos no son tan obvias), con qué porcentaje de los ingresos contribuye cada segmento de negocios y de qué manera esos ingresos terminan eventualmente convirtiéndose en ganancias operativas.

Para confirmar que realmente conoce la manera en la que se componen los ingresos y ganancias de una empresa, el analista debe conocer:

- Desglose de ingresos en sus diferentes segmentos de negocio; es decir, con qué porcentaje de los ingresos contribuye cada negocio de la empresa y cómo ha venido evolucionando durante los últimos cinco años.
- Desglose de ganancias operativas en sus diferentes fuentes; es decir, con qué porcentaje de las ganancias contribuye cada negocio de la empresa y cómo ha venido evolucionando durante los últimos cinco años. Para esto será necesario conocer los márgenes de rentabilidad operativa que tiene cada segmento de negocio de la empresa.

¿Cómo han evolucionado los negocios de la empresa a lo largo del tiempo?

Tener una perspectiva histórica de la evolución de un negocio provee tanto un entendimiento más profundo acerca del mismo como así también brinda información referente a sus ventajas competitivas. Al analizar la evolución histórica de una empresa, un inversor puede entender mejor si el éxito de sus negocios es el resultado de buenas decisiones tomadas por sus gerentes o simplemente por haber estado en el lugar indicado en el momento indicado. En caso de que la

empresa que se esté analizando tenga una historia compleja o que haya realizado fusiones y/o adquisiciones a lo largo de su historia, responder a esta pregunta resulta de mucha utilidad.

El primer lugar en donde buscar información para responder a esta pregunta es el sitio web de la compañía y el ítem 1 de su 10-K (ítem 4 de su 20-F si la empresa no está registrada en EEUU) ya que allí las empresas suelen incluir una línea de tiempo o hacen una revisión histórica de cómo han evolucionado sus negocios.

Si estas fuentes resultan insuficientes, la mejor alternativa es estudiar el ítem 1 de los 10-K (ítem 4 del 20-F si la empresa no está registrada en EEUU) presentados por la empresa durante los últimos cinco a diez años, comenzando desde el más alejado en el tiempo. Gracias a eso, el inversor será capaz de formarse una idea clara de la manera en la que la empresa ha evolucionado durante los últimos años. La lectura de noticias, artículos, papers académicos, informes y tesis de inversión referidas a la empresa también resultan de mucha utilidad para llenar ‘huecos’ de información dejados por los reportes trimestrales y anuales.

Al final del proceso, el inversor debería ser capaz de explicarle en detalle a otra persona cómo ha evolucionado la empresa a lo largo del tiempo, poniendo especial énfasis en la evolución que ha tenido el desarrollo de sus productos/servicios y si se han producido fusiones y/o adquisiciones.

¿En qué países la empresa opera sus negocios y cuáles son los riesgos operativos de los mismos?

Cuando una empresa comienza a operar una o varias de sus líneas de negocio en un nuevo país o región del mundo, sus ingresos pueden crecer rápidamente como consecuencia de ello, lo cual les envía a los inversores de la empresa la señal de que la incursión en nuevos mercados está siendo exitosa. Muchos equipos gerenciales seguramente no dejarán pasar la oportunidad de destacar en sus reportes trimestrales y anuales dicha situación pero, aun así, es peligroso proyectar esas altas tasas de crecimiento iniciales hacia el futuro debido a que el crecimiento en esos nuevos mercados tenderá a estabilizarse en el futuro, como siempre sucede.

Para determinar si la empresa tendrá éxito al expandirse a algún mercado extranjero es necesario conocer qué tan comprometida está la gerencia de la empresa con respecto a la expansión de la misma hacia ese nuevo mercado. Muchos equipos directivos sobreestiman el potencial de ingresos y ganancias que pueden obtener en mercados extranjeros y, como consecuencia de ello, luego de soportar pérdidas en el nuevo mercado por un periodo de tiempo, reducen su compromiso con respecto a los mismos. Esa falta de compromiso de la gerencia prácticamente signa el destino de la empresa sobre ese nuevo mercado, provocando que no sea capaz de repetir en ellos el éxito que tiene en el mercado local.

Ante una empresa que está expandiéndose territorialmente, es necesario confirmar si el equipo directivo está dispuesto a comprometer suficientes recursos para fomentar y sostener el crecimiento en los nuevos mercados; dicho en otras palabras, si lo ven como una prioridad o como algo secundario ya que, tal como sucede en cualquier cultura, cuanto más cómodos y familiares les resulten a las personas de un país los productos y servicios que allí existen, más difícil le resultará a una empresa extranjera persuadirlos de cambiar de marca y comprar los suyos. Para construir conocimiento de marca y familiaridad, una empresa debe comprometerse a tener una fuerte presencia en ese mercado e invertir a largo plazo con el objetivo de cambiar las preferencias de los consumidores.

Con el objetivo de entender el grado de compromiso que tienen los directivos de la firma con respecto a su expansión y crecimiento por nuevos países será necesario responder a las siguientes preguntas:

¿Durante cuánto tiempo la empresa ha estado operando en mercados extranjeros? Para responder a esta pregunta puede recurrirse a la lectura de comunicados de prensa (press releases) publicados por la empresa, además de artículos y noticias referidos a la misma. El objetivo es conocer en qué momento la empresa se expandió hacia diferentes mercados extranjeros y cuál fue la razón que motivó dicha expansión. Por ejemplo, si una empresa estadounidense opera también en Europa, es importante saber en qué países tiene operaciones y cuál es la razón para que la gerencia decidiera operar en ellos.

¿Está la empresa invirtiendo en Investigación y Desarrollo con el objetivo de adaptar sus productos/servicios a los gustos específicos de los clientes de mercados extranjeros? Pocos productos/servicios son tan uniformemente atractivos mundialmente como para que la empresa pueda venderlos en todo el mundo sin necesidad de adaptarlos a necesidades locales. Existen ejemplos, como Microsoft Windows, que fue vendido en más de 100 países con apenas cambios menores para cada país, pero esas son excepciones porque lo habitual es que le resulte difícil a una empresa poder vender los productos/servicios que vende en un mercado en todos los restantes sin tener que adaptarlos de alguna manera.

¿Ha asignado el equipo directivo a un gerente regional para mercados emergentes? Cuando un gerente regional está a cargo de supervisar las operaciones de la empresa tanto en mercados desarrollados como emergentes, esa es una alerta roja para el accionista porque estos grupos de países son muy diferentes entre sí y, por lo tanto, la empresa no puede utilizar las mismas estrategias para operar en ambos. Pensemos por ejemplo en una empresa que tiene a un mismo gerente para supervisar las operaciones que esta realiza en Europa y América latina; la fortaleza de las instituciones políticas y económicas de Europa son muy diferentes de las que tienen los países de América latina así que, como los riesgos al operar en esos mercados son muy diferentes entre sí, sería una incoherencia intentar aplicar las mismas estrategias de negocios en ambos. De hacerlo, la empresa correría un alto riesgo de destruir el valor de sus accionistas.

¿El crecimiento de los ingresos se está traduciendo en crecimiento de las ganancias? Es necesario determinar si el crecimiento de los ingresos que la empresa está obteniendo de sus operaciones en mercados extranjeros se está traduciendo en un crecimiento de las ganancias operativas.

La mayoría de las empresas desglosan sus ingresos y activos por región geográfica en las notas que acompañan los estados financieros del 10-K (20-F) pero solo una minoría de ellas ofrece información suficiente como para permitir que el analista comprenda si el negocio en mercados extranjeros está incrementando la rentabilidad de la empresa.

Si la empresa no provee información adecuada como, por ejemplo, un desglose geográfico de sus ganancias operativas para determinados países, será necesario ser cuidadoso porque eso podría estar indicando que la gerencia quiere ocultar el hecho de que la empresa no está generando ganancias en esos mercados extranjeros.

Por ejemplo: En su 10-K del año 2020, la empresa Western Unión ofrece un desglose de sus ingresos y activos divididos en dos regiones: Estados Unidos e Internacional, sin dar detalles adicionales de los países o regiones que pertenecen a esta última categoría. Siendo esta una empresa cuyo principal negocio consiste en transferencias internacionales de dinero, estos son datos importantes y necesarios para evaluar el desempeño de su negocio y el hecho de no tenerlos dificulta mucho poder determinar qué porcentaje de sus ingresos y ganancias proviene de cada región del mundo. Por el contrario, Coca-Cola desglosa regularmente sus ingresos, activos, gastos de capital y ganancias operativas en diferentes regiones: Norteamérica, Latinoamérica, Asia-Pacífico, Europa, Medio Oriente y África, lo cual permite al interesado poder calcular métricas financieras y conocer en detalle el estado de las operaciones de la empresa en cada una de esas regiones.

Si la empresa no desglosa sus ingresos y ganancias operativas por región o países, aun así es posible determinar si la expansión internacional le ha resultado rentable al comparar sus estados de resultados históricos, desde antes que la empresa se expandiera por mercados extranjeros hasta la actualidad. La clave aquí está en evaluar cómo han evolucionado los ingresos y márgenes de rentabilidad operativa durante todo ese periodo ¿Se han incrementado los márgenes de rentabilidad o han disminuido? Para realizar esta comparación será necesario asumir que el negocio de la empresa en el mercado local no ha mejorado ni se ha deteriorado durante ese periodo ya que, si se detecta que el negocio local se ha vuelto más (o menos) rentable, será necesario realizar los ajustes necesarios para que solo quede la variación de las ganancias operativas correspondiente a las operaciones en mercados extranjeros.

Un hecho importante que no debe pasarse por alto es que, cuando una empresa inicia operaciones en un nuevo mercado, típicamente tiene allí una estructura de costos más alta, obteniendo como consecuencia de ello menores ganancias en el nuevo mercado que las que obtiene en sus mercados habituales.

Por último, otras fuentes que pueden resultar útiles para responder a esta pregunta son los comunicados de prensa y artículos periodísticos o de análisis que hablan sobre la empresa, como así también la consulta directa al departamento de la empresa encargado de relaciones con el inversor.

¿Cuáles son los riesgos a los que están expuestas las ganancias de la empresa obtenidas en mercados extranjeros?

Las ganancias obtenidas en mercados extranjeros son impactadas por diversos factores que están a menudo fuera del control de la empresa. Estos factores incluyen los riesgos inherentes al propio país (situación política y social, además de costumbres locales y regulaciones) y las fluctuaciones de la moneda, los cuales provocan que exista el riesgo de que la empresa pierda dinero en mercados extranjeros como consecuencia de factores externos a la marcha de propio negocio.

Riesgos del país: Es necesario entender los riesgos a los que está expuesta la empresa en cada país o región del mundo donde obtenga más del 10% de sus ingresos. Se recomienda ser cauteloso al extrapolar el desempeño pasado del negocio de la empresa en un mercado extranjero hacia el futuro debido a que las políticas gubernamentales y las regulaciones que afectan a la inversión extranjera pueden cambiar rápidamente, sobre todo en mercados emergentes. Un caso emblemático es el de China que, al abrir su economía en la década del 70, incentivó fuertemente la entrada de inversión extranjera mediante ventajas impositivas y bajas regulaciones; esto permitió a las empresas extranjeras obtener ingresos que crecieron de manera acelerada durante prolongados periodos de tiempo pero, como a medida que el país fue creciendo y desarrollándose fue disminuyendo su necesidad de inversión extranjera directa, su gobierno comenzó a establecer regulaciones cada vez más fuertes para las empresas extranjeras, en beneficio de las empresas chinas que nacieron durante esos años de prosperidad y que eran competidoras de estas.

Existe una variada cantidad de recursos que pueden utilizarse para entender las dificultades que pueden existir al hacer negocios en diferentes países. Es posible conocer los riesgos de operar un negocio de un determinado país al consultar el reporte ‘Doing Business’ del Banco Mundial, el cual realiza un ranking de países de acuerdo con la facilidad o dificultad que existe en ellos para crear empresas y hacer negocios. El reporte se actualiza cada año y vale la pena leerlo completo pero, para tener una referencia rápida al analizar una empresa que opera en diferentes países, basta con consultar el ranking que ofrece dicho reporte. Otro recurso que resulta de utilidad para evaluar los riesgos propios de un país son los *Country Risk Reports* de Fitch Solutions (antes BMI Research) en los que se evalúa en profundidad los riesgos políticos, variables macroeconómicas y el entorno para hacer negocios de más de 200 países. Los informes son muy detallados y abordan cuestiones tan específicas como riesgos industriales y operacionales de cada país pero tienen la desventaja de no ser gratuitos.

Riesgos de la moneda: Los cambios en los tipos de cambio de las monedas afectan directamente a las ganancias obtenidas por las empresas en países extranjeros. Por ejemplo: si una empresa tiene una planta de fabricación en Canadá que fabrica productos que se venden principalmente en EEUU, los costos de la planta están denominados en dólares canadienses mientras que los ingresos están denominados principalmente en dólares estadounidenses. Como consecuencia de eso, si el dólar estadounidense se deprecia frente a su equivalente canadiense, los márgenes de rentabilidad del negocio van a decrecer debido a que cada dólar estadounidense ha pasado a valer menos al ser convertido en dólar canadiense. La mayoría de las empresas protege su exposición a cambios en las cotizaciones de las monedas mediante cobertura con instrumentos derivados, principalmente contratos de futuros, que le permiten fijar un determinado tipo de cambio para sus costos o ingresos así que, al analizar una empresa que está expuesta a riesgos de tipos de cambio, será necesario conocer la manera en la que la gerencia ha decidido protegerla de las fluctuaciones de las cotizaciones de las monedas en las que recibe ingresos y/o paga por costos. Las notas que acompañan la hoja de balance y el estado de resultados son habitualmente la forma que las empresas eligen para detallar cómo protegen sus ingresos denominados en diferentes monedas.

La mayoría de las empresas reportan en sus estados financieros el impacto, positivo o negativo, que tuvieron las fluctuaciones de tipos de cambio sobre diferentes ítems de su balance y estado de resultados así que esta es una información que está habitualmente al alcance del inversor con tal solo leer los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K). En la mayoría de los casos, el impacto de estas fluctuaciones es leve, gracias a la cobertura previamente tomada por las empresas.

Si una empresa obtiene ingresos en moneda extranjera y los reinvierte en esa misma moneda, no necesita ningún tipo de cobertura debido a que ese dinero pasa a convertirse en activos.

Teniendo en cuenta que los tipos de cambio entre monedas dependen de las reservas internacionales que tengan los bancos centrales de los diferentes países y de la balanza comercial que estos mantengan entre sí, resulta de mucha utilidad leer el *IMF external sector report* que el Fondo Monetario Internacional publica cada año ya que en él pueden observarse cuáles son los países que es más probable que sufran una depreciación de su moneda y cuáles una apreciación durante el próximo año.

Paso 2: Entender el negocio desde la perspectiva del cliente

Los clientes son la savia vital de las empresas, hasta el punto de que podría decirse que la calidad de una empresa está determinada por la calidad de sus clientes.

En última instancia, son los clientes los que determinan el destino que tendrá cualquier empresa porque, si no están satisfechos con la propuesta de valor que ofrece una compañía, eventualmente buscarán otras alternativas o un emprendedor creará una mejor alternativa para ellos si esta no existe.

Al analizar una empresa, cuanto mejor se logre entender el negocio desde la perspectiva del cliente, mejor será la posición en la que se encontrará el analista para calcular su valor de manera sensata ya que son los clientes satisfechos los que generan los ingresos y estos, a su vez, los que generan las ganancias que, en última instancia, son las que fijan el valor de la compañía y de sus acciones en el mercado.

Uno de los mayores errores que se cometen al analizar una empresa es ver sus negocios desde la perspectiva del propio analista en lugar de verlos desde la perspectiva de sus clientes. Esa es una de las áreas en las que se cometen más errores al valorizar una empresa porque muchos inversores/analistas permiten que sus preferencias personales influyeran su análisis de la empresa de tal manera que, si por ejemplo, a una persona le gusta mucho la marca de calzado Nike, experimentará una tendencia a calcular el valor de la empresa con un sesgo más positivo que al analizar una empresa que le resulte indiferente. Por esa razón es necesario dejar los sentimientos de lado al analizar empresas ya que las preferencias personales del analista son irrelevantes durante el proceso de inversión.

Para comenzar a pensar como clientes y entender la manera en la que estos interactúan diariamente con los productos/servicios ofrecidos por la empresa, será necesario convertirse en uno de ellos y/o entrevistar a algunos de ellos. Las preguntas más importantes a responder son ¿Por qué compra el producto o consume el servicio de esta empresa? y, más importante aún, son las respuestas a las preguntas ¿Continuará consumiendo los productos o servicios de esta empresa? ¿Por qué? ¿Qué le haría cambiar su preferencia de consumir el producto/servicio de esta empresa? Si es necesario utilizar, por ejemplo, la estrategia de pagarles a varios clientes sus compras a condición de responder a esas preguntas, ese será dinero bien gastado porque sus respuestas pueden brindar información muy valiosa en lo que respecta a entender el negocio desde la percepción subjetiva del cliente. El objetivo final es entender de qué manera y por qué razón los clientes llegan a la decisión de consumir el producto o servicio de la empresa yendo directamente a la fuente (los propios clientes) en lugar de estar haciendo suposiciones al respecto.

Gracias a entender el negocio de la empresa desde la perspectiva del cliente, el analista puede inferir desde allí cuáles son sus principales ventajas competitivas e iniciar el proceso de monitoreo para comprobar de qué manera estas han ido evolucionando en el pasado (si se fortalecieron o debilitaron), cuál es su estado actual y si existen actualmente amenazas que pueden debilitarlas o eliminarlas.

Hablar con clientes de la empresa que se está analizando puede ser un proceso largo y a veces frustrante si las personas entrevistadas no brindan muchos detalles con respecto a su experiencia con

la empresa pero, sin lugar a dudas, es una práctica que agrega valor al análisis de la empresa y que le brinda al analista una ventaja por sobre los demás ya que la mayoría de las personas que analizan empresas no suelen estar dispuestas a realizar el esfuerzo necesario para hablar directamente con los clientes de las mismas.

¿Cuál es el tipo de cliente ‘clave’ de la empresa?

Es necesario entender cuáles son las características de los clientes más importantes de la empresa ya que, en muchas ocasiones, un pequeño porcentaje de clientes es el que le genera el mayor porcentaje de sus ingresos.

Mediante el proceso de identificación de las características del cliente ‘clave’ de la empresa (es decir, el que más contribuye a sus ingresos), el analista es capaz de obtener un entendimiento profundo de sus negocios y de cómo monitorizar de manera eficiente las tendencias del comportamiento que tienen los clientes de la misma.

A medida que se aprende más y más sobre los clientes ‘clave’ de una empresa, es importante además entender de qué manera esta los sirve y se ocupa de brindarles lo que necesitan, además de conocer si también se ocupa de atender las necesidades de otros tipos de clientes.

Un gran ejemplo de este tipo de estrategias es el de Best Buy que ha creado categorías que describen a sus tipos de clientes más habituales con el objetivo de organizar el inventario de cada tienda y capacitar al personal de las mismas en base a los tipos de clientes que más frecuentemente las visitan.

Sus principales tipos de cliente son:

- ‘Barry’, un entusiasta de la tecnología que, como además es profesional, tiene una cómoda posición económica.
- ‘Buzz’, el joven entusiasta de la tecnología y los gadgets tecnológicos.
- ‘Jill’, la madre que vive en los suburbios y realiza la compra para toda la familia.

Tomando como base estas categorías, Best Buy diseña sus tiendas con el objetivo de brindarles la mejor experiencia a sus clientes, adecuando sus inventarios y capacitando a su personal para servir de la mejor manera posible al tipo de cliente que más habitualmente las visita.

Otro ejemplo de segmentación de clientes es el que tiene la empresa Paccar, un fabricante de camiones que diseña y fabrica sus productos focalizándose en las necesidades de su cliente ‘clave’, el conductor de camión que además es dueño del vehículo. De hecho, en sus 10-K y sus 10-Q, la empresa segmenta sus ingresos entre ‘fleet’ (flota de camiones) y ‘Owner/operator’ (dueño y operador) debido a que les brinda un tratamiento diferente a cada segmento de cliente. Gracias a que

los clientes del tipo ‘owner/operator’ demandan altos estándares de calidad y servicio por parte de la empresa como consecuencia de que deben pasar muchas horas dentro de los mismos, son menos sensibles al precio y están dispuestos a pagar más por un producto más adaptado a sus requerimientos así que, al proveerles de lo que desean, Paccar tiene clientes muy fieles y obtiene márgenes de rentabilidad operativa superiores a los de su competencia.

¿La base de clientes de la empresa está concentrada o diversificada?

Una empresa que obtiene sus ingresos de una base de clientes diversificada es menos riesgosa que una que los obtiene de una base de clientes concentrada.

Si el negocio de la empresa es dependiente de unos pocos clientes, entonces estos pueden influenciar el precio que la empresa les cobra por los bienes y/o servicios que consumen y la pérdida de un cliente puede tener consecuencias severas sobre los ingresos y finanzas de la compañía.

Si una empresa tiene un cliente que le reporta más del 10% de sus ingresos totales, está obligada a declarar en su 10-K (20-F) y su 10-Q (6-K) el nombre de cada cliente que supere ese porcentaje y los ingresos que le esté generando. Esa información suele encontrarse habitualmente en el ítem que habla del negocio ya que, dentro de ese ítem, hay una sección especialmente dedicada a los clientes.

Si la empresa tiene una base de clientes muy diversificada, es muy probable que esto ni siquiera se mencione en sus reportes anuales y trimestrales sino que, más bien, se resalte que los ingresos de la empresa no dependen de un número reducido de clientes. Aun así, es necesario monitorizar la manera en la que va evolucionando la base de clientes de la empresa cada año ya que pueden darse casos de industrias que tienden a la concentración (por quiebras, fusiones o adquisiciones) y, como consecuencia de ello, una empresa que inicialmente tenía una base de clientes diversificada, con el correr del tiempo deje de tenerla.

¿Es sencillo o difícil convencer a los clientes de adquirir los productos/servicios de la empresa?

Si una empresa necesita recurrir a tácticas agresivas de ventas, esa es una señal de que sus productos o servicios no se venden en base a sus méritos sino a técnicas de ventas empleadas por sus vendedores. Las empresas que necesitan presionar de alguna manera a sus clientes para que estos compren sus productos/servicios no suelen tener modelos de negocio sostenibles, al igual que carecen de una filosofía de enfoque en las necesidades del cliente.

¿Cuál es la tasa de retención de clientes de la empresa?

Debe determinarse si la empresa está reteniendo a sus clientes o si se nota una constante rotación de nuevos clientes. Cuanto más tiempo un cliente es retenido por la empresa, más rentable esta se vuelve ya que es mucho más costoso obtener un nuevo cliente que retener a uno actual. Sumado a eso, una base de clientes fieles genera ingresos relativamente predecibles y eso permite construir economías de escala que bajan los costos y aumentan la rentabilidad operativa de la empresa. Otra característica de los clientes fieles es que se convierten en promotores de la empresa y esto genera nuevos clientes y nuevas ventas.

A largo plazo, aquellas empresas que invierten tiempo cultivando relaciones duraderas con sus clientes tienen mayores probabilidades de ser exitosas y generar valor para sus accionistas.

La tasa de retención de clientes es la métrica más utilizada para mantener un registro de la longevidad de los mismos. Generalmente se la ve expresada como porcentaje, el cual dice cuántos clientes ha retenido la empresa durante cada periodo aunque, desafortunadamente, solo será posible calcular y hacer un seguimiento de tasas de retención de clientes para ciertos tipos de negocios, tales como aquellos que ganan un ingreso recurrente proveniente de suscripciones o derechos de franquicias. Por ejemplo: dado que su modelo de negocio se basa en suscripciones, la empresa FactSet Research Systems publica en cada 10-K y 10-Q su tasa de retención de clientes en el ítem denominado “Management’s discussion and analysis of financial condition and results of operations (MD&A)”.

Del párrafo anterior se deduce que, si los ingresos de una empresa se obtienen principalmente mediante un modelo suscripciones pero la empresa no publica sus tasas de retención de clientes o antes las publicada pero las dejó de publicar, eso debería ser una señal de alerta para el analista porque puede estar indicando que la empresa tiene bajas tasas de retención y eso la convertiría en una inversión de mala calidad.

Otro método para estimar las tasas de retención de clientes de una empresa consiste en monitorizar la cantidad de clientes que se suscriben a programas de beneficios o programas de lealtad (loyalty programas) ofrecidos por esta. Si una empresa posee alguno de estos programas²⁴ es habitual que publique sus cifras en sus reportes anuales así que, teniendo en cuenta que los clientes que típicamente se unen a estos programas suelen ser clientes repetitivos, esas cifras pueden darle al analista una idea aproximada de la capacidad de retención de clientes que tiene la empresa. Por todo lo dicho, siempre que se analiza una empresa es recomendable verificar si posee algún tipo de programa de beneficios o de lealtad para sus clientes porque la evolución anual de este tipo de

²⁴ Los programas de beneficios o de lealtad de clientes representan una muy buena estrategia para las empresas porque les permiten realizar un seguimiento minucioso del comportamiento de sus clientes, es decir: qué compraron, cuándo, en qué tienda y cómo pagaron. Toda esta información es muy valiosa y le permite a la empresa diseñar mejores productos y estrategias de retención de clientes más efectivas.

estrategias de marketing permite inferir si la empresa está siendo capaz de fidelizar y retener a sus clientes o si, por el contrario, los está perdiendo.

Sumado a lo anterior debe analizarse si la empresa está realizando inversiones con el objetivo de retener clientes, para lo cual resulta útil consultar al departamento de relaciones con el inversor de la empresa, leer la sección de los reportes anuales y trimestrales dedicada a la estrategia de marketing o leer artículos históricos que analicen o hablen de la compañía ya que, si lo amerita, deberían mencionar si la empresa está involucrada en inversiones o en programas que tienen por objetivo aumentar la tasa de retención de clientes.

Si existe la posibilidad, también es útil conocer si la empresa brinda algún incentivo a sus vendedores por retener clientes actuales. Esta información puede obtenerse mediante una consulta al departamento de relaciones con el inversor de la empresa o consultando directamente a algún vendedor. La información de contacto de vendedores suele estar en la página web de la empresa y recordemos que en este tipo de situaciones, siempre es conveniente ofrecerle al vendedor algo a cambio de la información que está brindando para que, de esa manera, esté más predispuesto a colaborar.

Un último factor a tener en cuenta al evaluar la tasa de retención de clientes de una empresa es su grado de selectividad con respecto al tipo de cliente con el que decide hacer negocios. Si la empresa es bastante selectiva, esto puede considerarse como una buena señal porque, si ciertos tipo de clientes son más rentables que otros por ser más fáciles de atraer y/o retener, es muy sensato que la empresa focalice sus recursos en ellos.

¿Cómo es la interacción de la empresa con sus clientes?

Cuanto más frecuente es la interacción de una empresa con sus clientes, más crítico se vuelve para ella mantenerlos felices y satisfechos. Si una empresa interactúa de manera poco frecuente con sus clientes, el grado de satisfacción de estos últimos es menos importante. Por ejemplo: ¿Qué tan seguido una persona reemplaza su heladera? Probablemente no muy seguido así que, en esos casos, una mala experiencia de cliente es menos importante que el desempeño que tenga la heladera a largo plazo.

¿Es sencillo realizar negocios con la empresa? ¿Cómo es habitualmente el proceso de comprarle un producto o contratar un servicio? ¿Cuánto tiempo le lleva al cliente completar todo el proceso? ¿Cómo son los procesos y tiempos de la competencia? Si hay algún problema con el producto o servicio adquirido ¿Cuál es la política de la empresa al respecto? ¿Lo cambia sin hacer preguntas o somete al cliente a un proceso burocrático de varios pasos que puede durar días? ¿Compensa al cliente por el mal producto o servicio vendido? ¿Cuánto tiempo tarda la empresa en resolver

problemas de los clientes? Si la empresa ofrece un descuento o reembolso, ¿Es sencillo de utilizar o tiene demasiadas condiciones que le quitan atractivo?

Es necesario determinar si la empresa tiene una cultura corporativa orientada hacia el servicio al cliente, es decir, si todos los procesos y recursos humanos de la empresa directamente involucrados en la experiencia de venta al cliente están orientados y optimizados para que este tenga la mejor experiencia posible. Esto es muy importante porque los clientes no son leales a aquellas empresas que brindan un pobre servicio al cliente.

¿Cómo funciona el departamento de servicio al cliente de la empresa? ¿Presta la empresa ese servicio de manera directa o lo subcontrata a otras empresas? En caso de que lo subcontrate, ¿Les otorga a quienes brindan el servicio autonomía suficiente para resolver los problemas sin recurrir a la burocracia corporativa? ¿Las personas encargadas del servicio al cliente (sobre todo la parte concerniente a reclamaciones) están debidamente capacitadas, no solo en aptitudes técnicas sino también en la forma de tratar adecuadamente con el cliente?

Puede obtenerse mucha información al respecto en artículos escritos sobre la empresa y mediante entrevistas directas con clientes.

Dos fuentes adicionales de información referida a la satisfacción de los clientes son los rankings de satisfacción de clientes desarrollados por J.D. Power & Associates²⁵ para diferentes empresas e industrias y el índice de satisfacción del cliente desarrollado por la Universidad de Michigan²⁶. Este último mide la satisfacción del cliente en organismos gubernamentales, cientos de empresas y decenas de industrias mediante entrevistas realizadas a decenas de miles de consumidores cada año, cubriendo de esa manera una gran parte de los productos y servicios vendidos anualmente en el país. Uno de los grandes hitos que esta Universidad ha logrado mediante tantos años de entrevistas y recolección de datos es la confirmación de que la satisfacción del cliente es un indicador que predice la evolución de las ganancias operativas de la empresa y, por lo tanto, también el comportamiento de sus acciones en el mercado ya que, la mayoría de las acciones de empresas que cuentan con altos índices de satisfacción del cliente han obtenido históricamente rendimientos superiores a los del índice S&P500²⁷. Más aún, también han encontrado información que confirma que el cashflow operativo de aquellas empresas con altos índices de satisfacción del cliente tiende a ser menos volátil que el de empresas con clientes menos satisfechos.

¿Qué tan cerca se mantiene la gerencia de los clientes?

Es posible evaluar el grado de orientación al cliente que tiene una empresa mediante el análisis de la manera en la que la gerencia mantiene relaciones con estos. Cuanto más alejados se mantienen los

²⁵ <https://www.idpower.com/business/awards>

²⁶ <https://www.theacsi.org/>

²⁷ <https://www.theacsi.org/national-economic-indicator/financial-indicator>

gerentes del entendimiento de las necesidades de los clientes, mayor es la probabilidad de que la empresa fracase.

El proxy statement es el documento que las empresas publican cada año ante la comisión de valores de EEUU y que contiene toda la información necesaria para conocer a los gerentes de la empresa, sus salarios, compensaciones, participación accionaria, biografía, etc, así que es en ese documento donde se encuentra la mejor fuente de información acerca de los gerentes y directivos de la compañía. Para conocer la cantidad de tiempo y experiencia que un determinado gerente ha estado sirviendo a una base de clientes como los que tiene actualmente la empresa, puede leerse su biografía en el proxy statement. De hecho, es recomendable hacer eso no solo con el CEO de la compañía sino con todos los miembros de la junta directiva.

Si el CEO de la empresa lleva trabajando en ella más de 10 años y antes de ser CEO estuvo a cargo de gerencias o puestos que estuvieron directamente en contacto con los clientes, esa es una muy buena señal sobre la competencia que tiene dicho gerente para entender a los clientes de la compañía. Si por el contrario, los principales gerentes de la empresa o su CEO ocuparon previamente gerencias o puestos relacionados al área de finanzas, ingeniería o producción, es probable que no hayan estado muy cerca de los clientes a lo largo de sus trayectorias dentro de la compañía y que, por lo tanto, no presten la debida atención a la experiencia del cliente. Si los gerentes y, en especial, el CEO han trabajado previamente en otras empresas, es una buena señal que estas pertenezcan a industrias similares o relacionadas con su empresa actual o que, al menos, se hayan desempeñado en puestos que tuvieran orientación al cliente. De no ser así, es posible que los gerentes carezcan de la experiencia y los conocimientos necesarios para servir a los clientes de la compañía de la mejor manera posible. Si los gerentes han creado previamente empresas a lo largo de sus carreras, esa también es una buena señal porque el emprendedorismo brinda mucho conocimiento y experiencia con respecto las mejores maneras de implementar el servicio al cliente.

¿Cuáles son los problemas que la empresa les soluciona a sus clientes?

La pregunta más común que los inversionistas les hacen a los emprendedores que buscan financiamiento es acerca de las necesidades que la empresa les satisface a sus clientes o los problemas que les resuelve así que, es una buena práctica intentar responder a esta pregunta cuando se está analizando una empresa porque, de esa manera, el analista tendrá bien definida la propuesta de valor que ofrece la compañía, los problemas que intenta resolver y cómo esta se diferencia de lo ofrecido por la competencia.

La respuesta a esta pregunta suele encontrarse en el ítem 1 del 10-K (ítem 4 del 20-F).

¿Hasta qué punto son los clientes dependientes de los productos/servicios de la compañía?

Para responder a esta pregunta es necesario determinar si el producto/servicio ofrecido por la empresa es algo que el cliente “necesita” o que simplemente “le gusta”.

Cuanto más un cliente *necesita* un producto/servicio, menor será la fluctuación que experimenten las ganancias de la empresa mientras que, cuanto más discrecional sea un producto/servicio, más volátiles serán las ganancias de la firma.

Una empresa cuyos clientes dependen de los productos/servicios que esta ofrece tiene una significativa ventaja competitiva que puede traducirse en ingresos poco volátiles y/o crecientes en el tiempo como así también en altos márgenes de rentabilidad operativa gracias a su poder de fijación de precios ante los clientes.

El grado de necesidad que el cliente tiene con respecto a los productos/servicios de la empresa puede ser muy amplio y cambiante pero podría resumirse de manera muy simplificada en:

- **Necesidad de tener:** En uno de los extremos del espectro están los productos/servicios que las personas necesitan porque son esenciales para sus vidas o la de sus empresas. La industria del equipamiento médico es un ejemplo de empresas que se benefician de lo importantes que son sus productos para las personas que los utilizan mientras que, las empresas desarrolladoras de software para negocios son un ejemplo de productos y servicios vitales para las empresas.
- **Necesidad de tener, pero no inmediatamente:** En el medio del espectro están los productos/servicios cuyo consumo puede ser diferido hasta un cierto punto pero que eventualmente deben ser adquiridos. El servicio de mantenimiento del automóvil es un claro ejemplo de eso como así también una nueva computadora o un teléfono móvil.
- **Agradable de tener, pero no esencial:** En el otro extremo del espectro se encuentran los productos y servicios discrecionales, de los cuales los consumidores son menos dependientes. Estos ítems son productos o servicios cuya compra el consumidor puede diferir por prolongados periodos de tiempo e incluso de manera indefinida (es decir, preferir directamente no comprarlos). Ejemplos de este tipo de ítems son un nuevo auto, una casa, joyería, cruceros, etc; los hay por millones.

Una recomendación importante es la de no asumir que un producto/servicio discrecional siempre perderá ventas durante periodos de estancamiento o recesión económica. La industria del lujo, por ejemplo, integrada por empresas como Louis Vuitton Moët Hennessy, puede asumirse como una muy vulnerable ante ciclos económicos negativos y, de hecho, es cierto que el precio de las acciones de esta empresa suele caer durante las recesiones económicas pero, de la misma manera, también se recupera muy rápidamente gracias a que sus principales clientes son personas muy acaudaladas que

suelen mantener sus hábitos de compra incluso durante las recesiones económicas así que, aunque parezca contradictorio, lo cierto es que las ventas de esta empresa son más estables de lo que podría asumirse en base a la naturaleza de su negocio.

Si la empresa desapareciera mañana, ¿Qué impacto tendría eso sobre su base de clientes?

El objetivo de responder a esta pregunta es entender en qué medida los clientes dependen de los productos/servicios brindados por la empresa. ¿Dónde o a quién le comprarían los productos/servicios que actualmente les brinda la compañía? ¿Es sencillo encontrar alternativas de calidad similar?

Al entrevistar a clientes de una empresa que se está analizando, la respuesta a esta pregunta puede brindar información muy importante con respecto a las ventajas competitivas y capacidad de retención de clientes que tiene la compañía.

Paso 3: Evaluar las fortalezas y debilidades del negocio y su historia

Además de entender el funcionamiento del negocio desde la perspectiva de sus clientes, es extremadamente importante analizar las fortalezas y debilidades del negocio en el contexto de su entorno competitivo. Cuanto mayores y fuertes sean las ventajas competitivas de la empresa, mayor será la probabilidad de que sea capaz de sostener sus ganancias actuales e incluso de hacerlas crecer en el futuro. Después de todo, las ventajas competitivas constituyen justamente una fuente de protección de las ganancias de la empresa a largo plazo para evitar que la competencia se las quite.

Previamente a establecer si efectivamente la empresa cuenta con ventajas competitivas y si estas parecen ser duraderas en el tiempo, es necesario haber realizado el análisis de la industria a la que pertenece la empresa y confirmar si está atravesando un momento de expansión y de drivers positivos. Cada industria es diferente de las demás, todas tienen sus propios drivers y sus propias características; tal es así que, en un determinado momento, una industria puede estar estancada mientras otra está en rápida expansión. Las empresas de una industria pueden tener altos márgenes de rentabilidad operativa mientras que las empresas pertenecientes a otra industria, mucho más madura, pueden tener márgenes de rentabilidad muy bajos; las empresas de una industria pueden ser muy intensivas en capital (como la industria de semiconductores) mientras que las empresas de otra industria perteneciente incluso al mismo sector (como el sector tecnológico) pueden ser poco intensivas en capital (como la industria del software).

Por más grande que sea una empresa, por más solvente que sea su posición financiera y por más fuertes y duraderas que parezcan ser sus ventajas competitivas, será poco probable que termine siendo una buena inversión a largo plazo si pertenece a una industria cuyo tamaño está estancado, tiene bajas barreras de entrada que incentivan una fuerte competencia y les resulta muy difícil a las empresas que la componen poder diferenciarse de las demás (productos o servicios ‘commoditizados’).

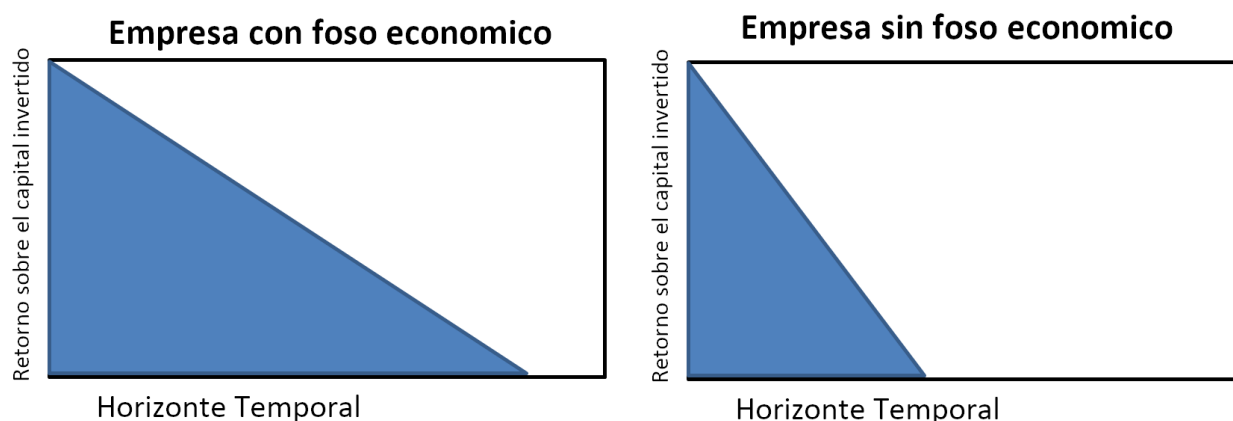
Cuando se analiza una industria es muy importante entender cómo está compuesta la cadena de valor/distribución de la misma, quienes son los que tienen más poder dentro de la cadena, quienes obtienen los mayores márgenes de rentabilidad y, por supuesto, en qué lugar de la cadena está ubicada la empresa que se está analizando.

¿Tiene la empresa ventajas competitivas sostenibles en el tiempo? En caso afirmativo, ¿Cuáles son sus fuentes?

Si existe un punto crítico durante el análisis de una empresa, ese es justamente el que consiste en determinar si esta posee una protección a largo plazo de sus ganancias contra sus competidores; a esta ‘protección’ se la conoce formalmente como ‘ventaja competitiva’. Lo que es clave para el éxito de una empresa a largo plazo, es decir, para que pueda continuar haciendo crecer sus ganancias y, de ser posible, también sus márgenes de rentabilidad operativa es la *sostenibilidad en el tiempo* que tienen sus ventajas competitivas. Si el analista es incapaz de determinar con certeza si los productos/servicios que ofrece una empresa tienen ventajas competitivas sostenibles, no sería sensato comprometerse con una inversión a largo plazo en ella.

Si durante el análisis de una empresa efectivamente se concluye que esta cuenta con ventajas competitivas, es de suma importancia determinar la fortaleza y capacidad de permanencia en el tiempo con la que estas cuentan. Como consecuencia de eso, al estar analizando una empresa, es imperativo realizarse siempre las siguientes preguntas: ¿Qué tan sencillo puede resultarle a la competencia copiar o incluso superar a los productos/servicios y ventajas competitivas de la empresa? En caso afirmativo, ¿Con cuánta rapidez puede ser capaz de lograrlo?

Cuanto más fuerte y sostenible en el tiempo es una ventaja competitiva, más valiosa es la compañía que la ostenta porque, gracias a dicha ventaja, es capaz de proteger sus ganancias durante prolongados periodos de tiempo. Esto está muy bien explicado por Dorsey (2016) cuando se afirma que el vínculo existente entre ventajas competitivas (metafóricamente conocidas como ‘fosos defensivos’ o ‘moats’) y el valor intrínseco de una compañía se establece porque los moats agregan una gran cantidad de valor a las empresas que tienen oportunidades de reinversión y, más aún, cuando esas oportunidades se encuentran dentro del propio moat.



Fuente: Dorsey (2016)

El gran agregado de valor que proviene del hecho de tener oportunidades de reinversión dentro del propio moat surge de la posibilidad de reinvertir los cashflows de la empresa en inversiones que tienen altas tasas de retorno sobre el capital invertido gracias a la existencia del moat, algo con lo que no cuentan las empresas que no tienen moats o que no cuentan con posibilidades de reinversión dentro de ellos ya que, en esos casos, solo les quedará reinvertir sus ganancias en inversiones con bajo rendimiento sobre el capital. Por ejemplo: Hasta que en 2012 llegó Satya Nadella y la renovó completamente, Microsoft era una empresa que tenía un enorme moat en todo lo referente a las licencias del sistema operativo Windows y, sobre todo, al paquete office, pero a la cual, al mismo tiempo, le faltaban oportunidades de reinversión dentro y fuera del propio moat; dicho de otra manera, el rendimiento de las inversiones que Microsoft hacía sobre sus segmentos de negocio dedicados a Windows y Office eran muy altos pero, fuera de esos moats, carecía de otros segmentos de negocio que estuvieran brindándole a la empresa oportunidades de inversión con altos rendimientos de capital así que simplemente acumulaba toda esa liquidez en su balance, la invertía en segmentos de poco rendimiento sobre el capital (como el buscador Bing o su sistema operativo para teléfonos móviles) o directamente la repartía en forma de dividendos. Cuando Satya Nadella se hizo cargo de la compañía discontinuó los segmentos de negocio menos rentables, como Windows Phone, convirtió a office en un servicio de suscripciones, lo cual aumentó su rentabilidad sobre el capital a la vez que estabilizó sus cashflows y comenzó a invertir en la tecnología cloud que posteriormente dio origen a Azure. Gracias a estas decisiones, los moats de Microsoft se fortalecieron y multiplicaron, generando una impresionante creación de valor para sus accionistas.

La relación existente entre el crecimiento de los ingresos, altos márgenes de rentabilidad, ventajas competitivas y el valor intrínseco de una empresa debe ser siempre tomada en cuenta al momento de invertir en ella porque esa relación es la que justifica pagar una alta valuación por una empresa que está creciendo aceleradamente gracias a que tiene fuertes ventajas competitivas que además le brindan grandes oportunidades de reinversión a altas tasas de rendimiento sobre el capital, aunque también, por las mismas razones, es al mismo tiempo la que desaconseja pagar incluso bajas

valuaciones por empresas cuyos ingresos se encuentran estancados y que no tienen forma de diferenciarse de la competencia para protegerlos.

Ciclo de vida competitivo

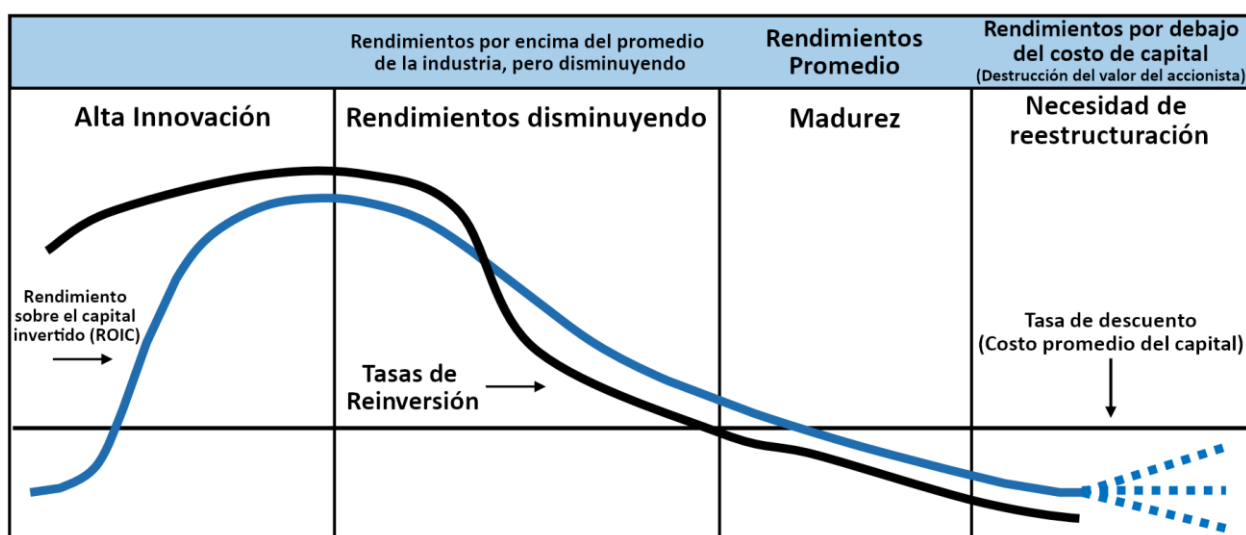
Los gerentes corporativos buscan asignar de manera eficiente los recursos físicos, financieros y humanos de sus empresas con el objetivo de generar altos rendimientos sobre sus inversiones de manera sostenida a largo plazo mientras que los inversores buscan comprar acciones de empresas cuyo precio en el mercado no refleje aún el escenario futuro más probable que ellos consideran que seguirá la compañía y que será reflejado eventualmente en sus futuros balances. En ambos casos, la creación sostenida de valor en el tiempo es su principal interés.

¿Qué es exactamente la creación de valor sostenida en el tiempo? Este concepto está definido por dos dimensiones:

1. Es la magnitud en la que los rendimientos sobre el capital invertido de una empresa superan o superarán a su costo promedio ponderado del capital. La ‘magnitud’ considera no solo por cuánto porcentaje el ROIC supera al costo de capital sino, además, la cantidad de dinero que la empresa puede invertir y obtener ese ROIC, además de cuántas oportunidades de reinversión tiene disponibles la compañía a esas tasas. **El crecimiento de las ganancias operativas solo crea valor cuando la compañía obtiene un rendimiento sobre el capital invertido que excede el costo de capital; de lo contrario, a pesar de que parezca contraintuitivo, a la compañía no le conviene crecer porque al hacerlo, destruirá valor.**
2. ¿Durante cuánto tiempo la empresa es capaz de obtener ROICs que están por encima de su costo de capital? Este concepto es conocido como la ‘tasa de desvanecimiento’ (fade rate).

¿Cómo se diferencian los conceptos de ‘creación de valor sostenible en el tiempo’ y ‘ventaja competitiva sostenible en el tiempo’? Una empresa debe contar con dos características para afirmar que posee una ventaja competitiva: 1) Debe generar ROICs que estén por encima de su costo de capital y 2) El ROIC de esa empresa debe estar por encima del promedio de su industria. Es decir que, para que una empresa cree valor para sus accionistas, solo necesita cumplir con el punto 1, pero para afirmar que posee una ventaja competitiva (un foso defensivo o moat), debe demostrar que es capaz de crear más valor para sus accionistas que el promedio de las otras empresas de su industria.

Una manera muy didáctica para entender las fases que atraviesa la creación de valor para los accionistas de una empresa es analizando el ciclo de vida competitivo:



Fuente: Adaptado de Mauboussin, Callahan y Majd (2016).

Como puede verse en el cuadro anterior, este ciclo tiene cuatro fases:

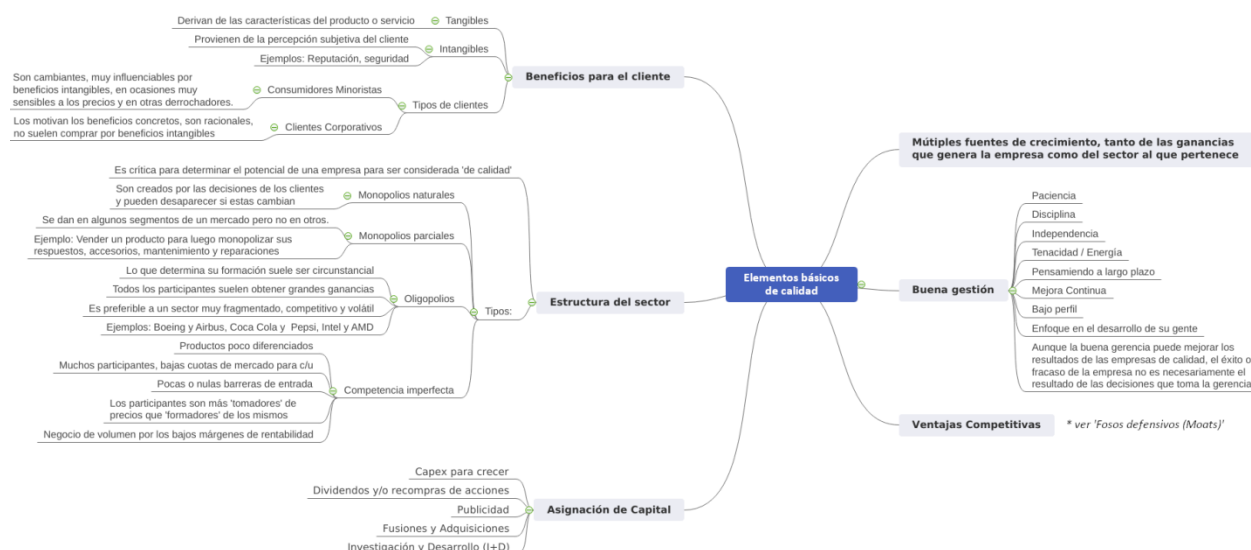
1. **Innovación:** Las empresas jóvenes típicamente logran alcanzar un periodo en el que experimentan un aumento del ROIC a la vez que tienen a su disposición una gran cantidad de oportunidades de inversión.
2. **Rendimientos que se desvanecen:** Los altos rendimientos atraen a la competencia y generalmente causan que los ROICs caigan en dirección al costo promedio del capital. En esta etapa la empresa todavía crea valor para sus accionistas pero la trayectoria de sus rendimientos por encima del costo de capital es descendente. Las necesidades de reinversión también disminuyen debido a que ya no quedan tantas oportunidades de inversión atractivas (o sea, con ROICs muy por encima del costo de capital).
3. **Madurez:** En esta fase, el mercado en el que compete la empresa se está acercando a un equilibrio competitivo. Como resultado de eso, todas las empresas obtienen un ROIC similar al promedio de la industria y la alta competitividad provoca que este sea bastante cercano al costo de capital. Las necesidades de reinversión continúan disminuyendo hasta ser exclusivamente dedicadas a 'mantenimiento' y no a 'crecimiento', ante la creciente escasez de oportunidades de inversión para crecer en esa industria.
4. **Destrucción de valor:** La intensidad de la competitividad en una industria y los cambios tecnológicos pueden llevar los ROICs de una empresa a caer por debajo de su costo de capital, forzando a la compañía a realizar una reestructuración. Las empresas que atraviesan estos contextos pueden mejorar sus rendimientos deshaciéndose de activos, cambiando su modelo de negocio, reduciendo sus niveles de inversión o incluso intentando fusionarse con otra compañía o siendo adquirida por ella. En los escenarios más negativos estas empresas terminan yendo a la quiebra (Chapter 11) para reorganizar sus negocios o directamente liquidar los activos y dejar de operar.

La existencia de ventajas competitivas en una empresa es lo que le permite prolongar en el tiempo la segunda etapa, evitando o postergando todo lo posible el desvanecimiento de su ROIC como resultado del accionar de la competencia.

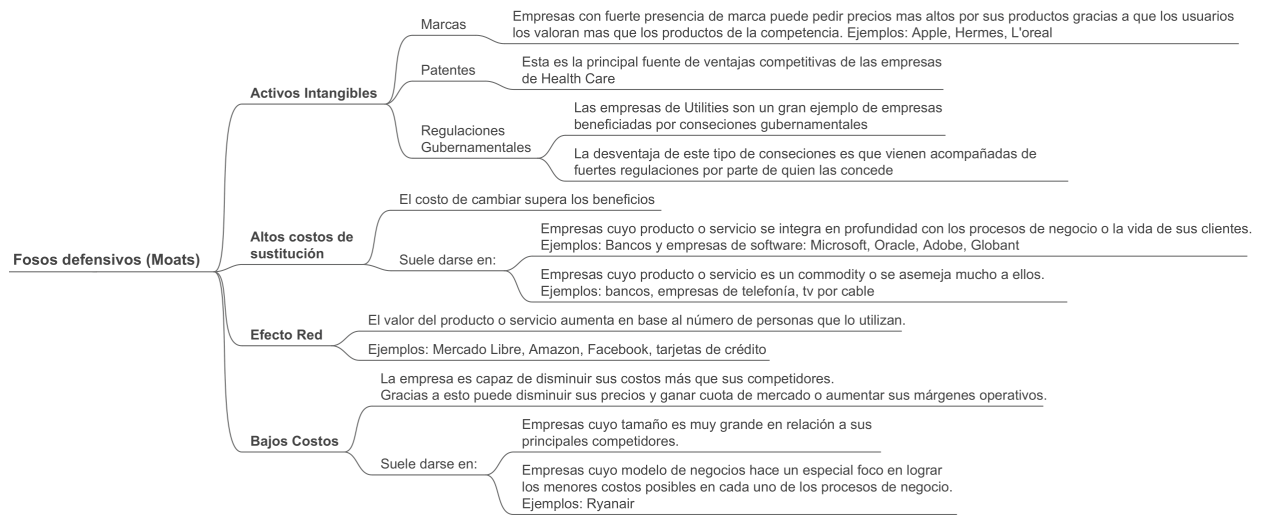
Fuentes más comunes de ventajas competitivas

Dorsey (2016) y Cunningham, Eide y Hargreaves (2018) explican detalladamente cuáles son las diferentes fuentes generadoras de ventajas competitivas que existen en el mundo empresarial. Dorsey (2016) se enfoca directamente en describir las características que tienen las diversas categorías de ‘fosos defensivos’ (moats) que han sido encontrados en las empresas cotizantes en mercados financieros alrededor del mundo mientras que Cunningham, Eide y Hargreaves (2018) inician su análisis desde un nivel más abstracto y general, definiendo lo que ellos consideran que es una ‘empresa de calidad’ y sus elementos básicos para luego describir en detalle las características que tienen las diferentes ventajas competitivas encontradas en empresas y los patrones de comportamiento que permiten concluir que una empresa efectivamente puede ser considerada como ‘de calidad’.

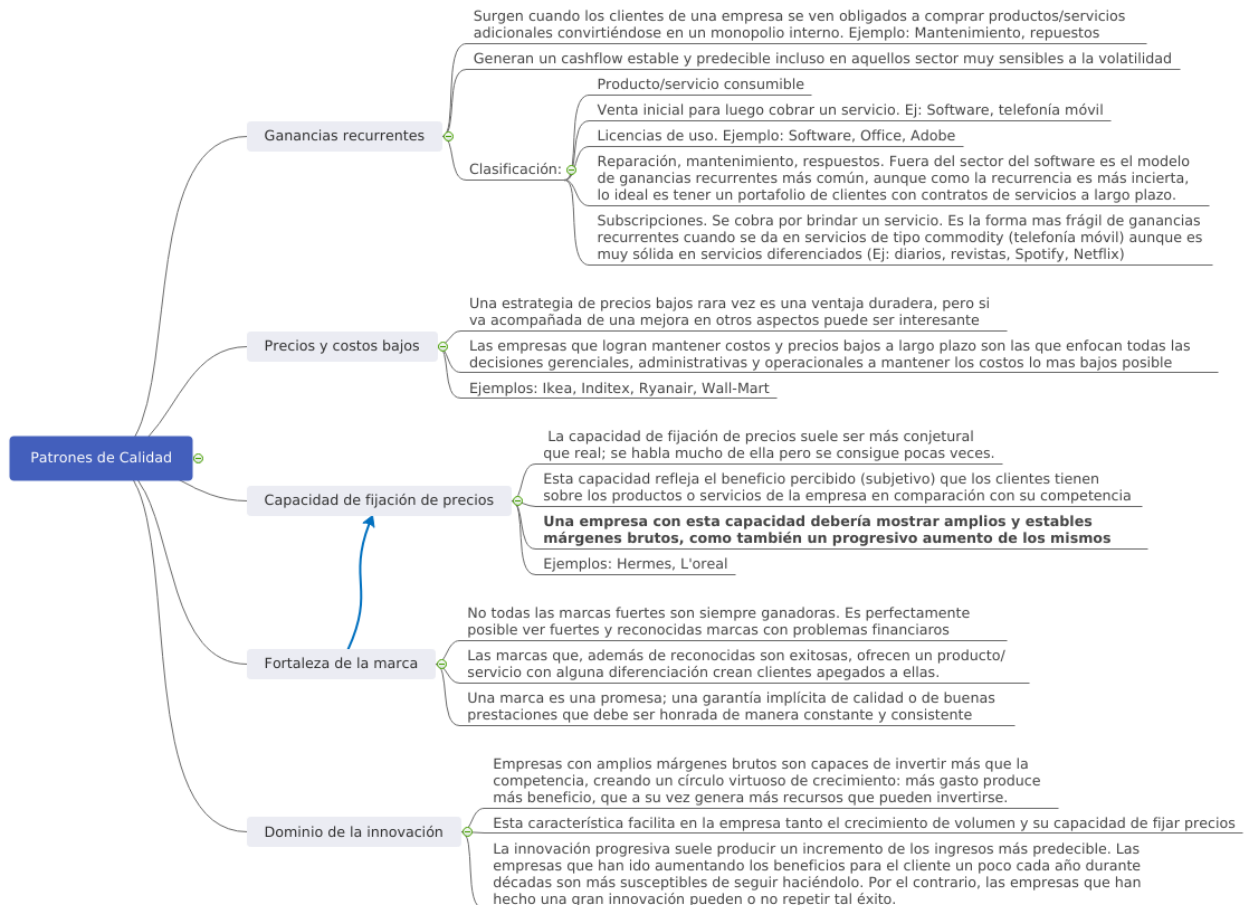
A continuación, a modo de resumen conceptual, se incluyen tres mapas conceptuales que resumen los elementos básicos de la calidad en empresas, las características que permiten identificar que cuentan con ventajas competitivas y los patrones de comportamiento más habituales que demuestran que efectivamente una empresa es ‘de calidad’:

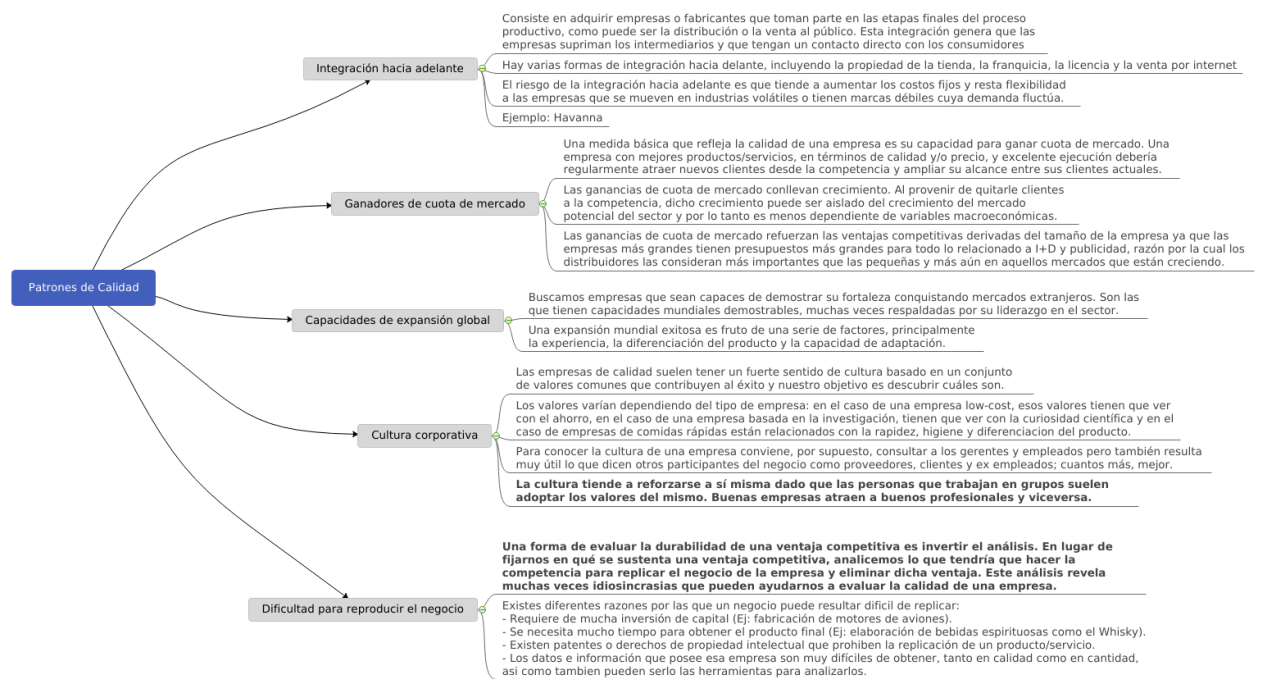


Fuente: Elaboración propia en base a Cunningham, Eide y Hargreaves (2018).



Fuente: Elaboración propia en base a Cunningham, Eide y Hargreaves (2018).





Fuente: Elaboración propia en base a Cunningham, Eide y Hargreaves (2018).

Dorsey (2016) divide a las ventajas competitivas en cuatro grupos, como lo muestra uno de los mapas anteriores pero, siendo un poco más puristas, debería decirse que los tipos de ventajas competitivas en realidad son siete:

1. Efecto red: Esta es una de las fuentes más sólidas de ventajas competitivas. Si un producto o servicio se vuelve más valioso a medida que más clientes lo utilizan, eso implica que la empresa se beneficia de economías de red. Cuando los teléfonos aparecieron por primera vez, no había muchas personas que tuvieran acceso a ellos pero, a medida que su uso se extendía y más personas los utilizaban, la red se fue volviendo cada vez más valiosa. En este tipo de negocios el cliente se vuelve parte de aquello que le da valor al servicio ya que, al volverse un nodo más de la red, incrementa las posibilidades de interconexión que esta tiene. La red de Facebook sigue el mismo patrón ya que, cuando era solo una red de universitarios, tenía muy poco valor para quienes no lo eran pero, cuando creció y comenzó a aceptar a todo tipo de personas, comenzó a tener valor para quienes no habían formado parte de sus usuarios iniciales. Más usuarios producen más conexiones y eso aumenta el valor de la red. Para monitorizar la fortaleza o debilidad de una red es necesario seguir la evolución de sus usuarios ‘de calidad’, es decir aquellos de los que la empresa obtiene ingresos y aquellos que generan contenido e interacciones que aumentan el valor de la red. Por lo general, las empresas cuyo principal negocio se fundamenta en una red suelen informar en sus 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) las métricas que permiten al lector evaluar el estado de la misma y, gracias a esa información, es posible evaluar también si la red se ha ido fortaleciendo o debilitando con el correr del tiempo,

mediante la comparación de esas mismas métricas con los valores que estas tenían en los reportes trimestrales y anuales de años anteriores.

Ejemplos de ‘efecto red’

Teléfonos: Redes unilaterales

Uno de los ejemplos más evidentes que podemos encontrar de ‘efecto red’ es, como ya se ha dicho, el que está ligado a los teléfonos. Un solo teléfono es inútil pero, a medida que más y más teléfonos comienzan a existir, la red que estos conforman va cobrando valor, hasta el punto de haberse convertido en una de las invenciones más importantes de su época.

El cálculo de la cantidad de nodos y conexiones existentes de la red nos permite evidenciar matemáticamente la manera en la que el valor de la misma crece de manera cuadrática (no lineal) a medida que más y más personas la utilizan.

Si existen solo dos teléfonos o ‘nodos’ en la red, hay una sola conexión posible entre ellos, si hay tres, existen tres conexiones posibles, si hay cuatro, las conexiones posibles son seis, y a medida que van agregándose más nodos a la red, el número de conexiones posibles crece de manera cuadrática a la cantidad de nodos. A esto se lo conoce como la ‘ley de Metcalfe’.

Red Unilateral	
Nodos	Conexiones
1	0
2	1
3	3
4	6
5	10
6	15
7	21
8	28
9	36
10	45
100	4950
1000	499500
10000	49995000
100000	4999950000

Tanto la red de teléfonos como el propio internet son ejemplos de redes unilaterales en las que los usuarios pueden conectarse con todos los demás y cada uno de ellos, dentro de la red, es básicamente igual.

Redes de pagos: Redes bilaterales

Además de las redes unilaterales, existen redes que son bilaterales, lo cual quiere decir que, dentro de las mismas, hay dos tipos de usuarios bien diferenciados. El usuario de tipo A desea conectarse con usuarios de tipo B y, por lo general, es muy raro que desee conectar con otros usuarios de tipo A. El mismo comportamiento ocurre con los usuarios de tipo B.

Un ejemplo común de redes bilaterales son las que están compuestas por compradores y vendedores. Ebay y Mercado Libre son ejemplos concretos de empresas que explotaron en valor cuando lograron alcanzar una masa crítica de compradores y vendedores dentro de sus plataformas online. La red publicitaria de Google AdSense es un caso similar ya que dicho servicio une a empresas que desean ganar dinero ofreciendo publicidad en sus sitios web con empresas que desean publicitar sus productos/servicios en sitios web populares. Gracias a eso, el Marketplace de Google que los une tiene el potencial de crecer exponencialmente en valor a medida que más participantes ingresan a formar parte de la red y se realizan en ella un número cada vez mayor de transacciones.

La relación que existe entre la cantidad de nodos de la red y la cantidad de conexiones posibles es exponencial ya que este número se calcula como la cantidad de nodos de tipo A multiplicada por la cantidad de nodos de tipo B.

Red Bilateral	
Nodos	Conexiones
1	0
2	1
4	4
6	9
8	16
10	25
12	36
14	49
16	64
18	81
20	100
100	2500
1000	250000
10000	25000000

A medida que el número de usuarios de una red bilateral crece y llegan a contarse por millones, la cantidad de conexiones posibles entre ellos pasa a contarse por billones. En redes de tal tamaño, la probabilidad de que un vendedor logre encontrar un comprador para sus productos o viceversa tiende al 100%, incluso en los casos de productos raros o de nicho. Luego de superar cierto punto de masa crítica, la red se vuelve el primer sitio al que se dirigen sus participantes cuando necesitan

realizar transacciones de ese tipo, siendo justamente eso lo que la convierte en muy valiosa y dominante en su industria, además de provocar que le sea muy difícil a los potenciales competidores poder desplazarla y quitarle su cuota de mercado.

Otro ejemplo habitual de redes bilaterales es la que se construye alrededor de las empresas de tarjetas de crédito y debido. De este tipo de empresas, apenas tres de ellas (Visa, Mastercard y American Express) tienen marcas y operaciones extendidas a lo largo de todo el mundo. Una pregunta lógica que podríamos hacernos es ¿Por qué no hay más empresas de tarjetas de crédito en el mundo que sean tan omnipresentes como estas? A la respuesta debemos buscarla en el ‘efecto red’ de cada una de ellas ya que, así como los comerciantes no aceptan tarjetas de crédito que no les parezcan confiables, porque el riesgo es mayor al beneficio, de la misma manera los consumidores no demandan tarjetas de crédito que no sean aceptadas por muchos comercios, razón por la cual nos encontramos ante un problema circular que se retroalimenta a sí mismo (lo que en inglés se conoce como ‘catch-22’). Esa es la razón por la que el ‘efecto red’, una vez creado, es muy difícil de eliminar por la competencia. Con respecto al caso concreto de este ejemplo, sería extremadamente difícil para una empresa crear una nueva red de tarjetas de crédito que supere a las existentes porque, para poder alcanzar la masa crítica de participantes que genere el ‘efecto red’ necesario para superarlas, esta debería ofrecer un servicio que sea notablemente superador al que brindan las empresas dominantes de la industria. Solo con el surgimiento de internet, que generó un ecosistema apropiado para disrupciones tecnológicas que produjeron innovaciones en esa industria con empresa como PayPal, WeChatPay, AliPay y ApplePay aunque lo cierto es que, aun en esos casos, dichas empresas trabajan en asociación con las empresas de tarjetas de crédito y no en contra de ellas, además de que la propia internet también provocó que las redes de las tarjetas de crédito se volvieran más valiosas al permitirles a sus usuarios realizar compra-ventas a través de la web sin necesidad de utilizar físicamente la tarjeta, lo cual expandió enormemente el mercado total de sus redes de pago.

Redes de envíos: Un ejemplo de disrupción fallida

Un ejemplo que muestra lo difícil que es para un competidor poder superar el ‘efecto red’ de las empresas dominantes de una industria fue lo sucedido en la industria de las empresas de logística de EEUU a principios de la década de los 2000s.

La industria de logística de paquetería en EEUU está integrada principalmente por tres redes de transporte: UPS, Fedex y el Servicio Postal de Estados Unidos (dos privadas y una pública). Estas entidades cuentan con un ‘efecto red’ basado en su amplia infraestructura de centros de recepción-envío, camiones, aviones y personal entrenado para operarlos. Toda esa infraestructura hace que el costo por envío de paquete sea muy bajo y los tiempos de entrega muy eficientes.

En el año 2002, la mayor empresa de logística y transporte del mundo, Deutsche Post de Alemania (dueña de DHL Express), intentó irrumpir en el lucrativo mercado de envío de paquetería de EEUU. Era, por sí sola, más grande que UPS y Fedex pero la gran mayoría de su red de distribución estaba

localizada en Europa; aun así, se trataba del competidor mejor capitalizado del mundo contra el que podían enfrentarse las empresas de esa industria.

Pasó el tiempo y, para el año 2008, Deutsche Post anunciaba que cerraba sus operaciones en EEUU “luego de cinco infructuosos años y un intento de u\$s 10.000 millones de ingresar sin éxito a un mercado dominado por UPS y Fedex”²⁸.

Redes sociales: Un ejemplo de disrupción exitosa

El ejemplo más citado de una disrupción exitosa de una red es el de Facebook superando a MySpace como el líder en redes sociales en EEUU.

MySpace fue fundada a mediados de 2003 y alcanzó los 100 millones de usuarios en 2007, con una valuación de u\$s 12.000 millones, luego de lo cual, su valuación colapsó muy rápidamente.

Facebook fue fundada alrededor de seis meses después que MySpace, a inicios de 2004 y actualmente cuenta con miles de millones de usuarios activos cada mes. En línea con su estrategia de expansión, ha adquirido Instagram, WhatsApp y otras redes estratégicas a lo largo de los años.

Cuando se analiza este caso en profundidad, posicionándose en el contexto de mercado que había durante los primeros años de vida de estas empresas, llama mucho la atención la manera en la que Facebook pudo superar a MySpace a pesar del fuerte liderazgo que esta última tenía en un principio. Existen varias razones para que eso haya sucedido pero las más importantes son las siguientes:

- Facebook comenzó siendo una red social ‘de nicho’, focalizada exclusivamente en universidades. Forzaba además a sus usuarios a que utilizaran sus nombres reales en lugar de nicknames para así fomentar interacciones más ‘reales’ entre sus usuarios. Alcanzó rápidamente el dominio en ese nicho y desde allí comenzó su apertura para permitir el ingreso de todo tipo de personas. El hecho de comenzar a pequeña escala, probando sus funcionalidades en pequeños grupos de usuarios para eventualmente, una vez que su propuesta de valor se hubiese consolidado, expandirse al público masivo, fue un gran acierto de Facebook porque, cuando irrumpió el mercado global de redes sociales, al contar con una propuesta de valor sólida y validada por su nicho de usuarios originales, pudo realizar una estrategia de expansión ágil y eficiente.
- MySpace fue muy lenta en adaptar su plataforma para el uso de teléfonos móviles mientras que Facebook lo hizo muy rápidamente. En el año 2007, la valuación de MySpace alcanzó su máximo histórico, pero en Enero de ese año, Apple presentó el iPhone y comenzó una disrupción en la industria de la telefonía móvil que a su vez provocó disrupciones en otras industrias, como la del consumo de internet en este tipo de dispositivos. La valuación de Facebook durante ese año fue aproximadamente igual a la de MySpace, pero a diferencia de

²⁸ <https://www.ttnews.com/articles/dhl-end-us-parcel-service-after-5-years-nearly-10-bl>

esta última, continuó aumentando exponencialmente en valor a lo largo de los años mientras que la valuación de MySpace colapsó. El ecosistema de las redes sociales se convirtió en un entorno consumido principalmente mediante dispositivos móviles y Facebook alcanzó la posición dominante en el mismo gracias a estar prematuramente adaptada para aprovecharlo. Esto provocó una migración masiva de usuarios hacia Facebook que eventualmente hirió de muerte a MySpace.

Booth (2020) ha argumentado que la estrategia de Facebook en lo referente a su utilización mediante dispositivos móviles fue su **“momento 10x”**. Los fundamentos que hay detrás de este concepto afirman que, para que una disrupción logre destruir el ‘efecto red’ de la empresa dominante de una industria, la empresa generadora de la disrupción debe ofrecer una alternativa que sea, por lo menos, 10 veces mejor debido a que, como la red existente le brinda a la empresa dominante una ventaja consolidada, una nueva red que sea tan solo ‘un poco mejor’ o incluso ‘dos veces superior’ no es suficiente como para arrebatarle el liderazgo sino que debe ofrecer características en un orden de magnitudes muy superior a las existentes si es que pretende convencer a una masa crítica de usuarios de migrar hacia ella.

La combinación de Facebook de forzar el uso de nombres y datos reales, dominar el entorno universitario y adaptar su aplicación rápidamente para uso en dispositivos móviles mientras MySpace se retrasaba en adaptarse a los mismos hizo a Facebook ‘10 veces mejor’ que MySpace términos de sus características y propuesta de valor, y desde allí, la diferencia entre ambas fue irrecuperable.

Michael Saylor, fundador y CEO de la empresa MicroStrategy, ha comentado que u\$s 100.000 millones es un umbral razonable a partir del cual una red alcanza cierto grado de dominio sobre su industria. Eso quiere decir que, cuando una empresa con un fuerte ‘efecto red’ alcanza una valuación de u\$s 100.000 millones y es mucho más grande que cualquiera de sus competidores, la probabilidad de que la cuota de mercado de esa industria se divida en el futuro entre muchos participantes es muy baja y por lo tanto, la relación riesgo/beneficio por apostar a que la empresa que ostenta ese ‘efecto red’ y que lidera la industria seguirá siendo exitosa es muy favorable.

Redes sociales: Un ejemplo de disrupción fallida

En el año 2011, cuando Facebook tenía la posición dominante en el mercado de las redes sociales, Alphabet decide entrar a competir lanzando su propia red social denominada Google+. Para ese momento, Facebook ya contaba con casi 1.000 millones de usuarios activos cada mes a nivel mundial, tenía una capitalización de mercado de más de U\$S 50.000 millones y era mucho más grande que MySpace; en otras palabras, estaba en camino a cumplir con los requisitos necesarios para alcanzar un dominio inquebrantable de red.

Alphabet, sin embargo, era un competidor extremadamente bien capitalizado, líder mundial indiscutido en el mercado de buscadores web con Google, más viejo y más rico que Facebook y con una extensa infraestructura de servidores a disposición. De la misma manera que Deutsche Post asumió que tenía grandes posibilidades de generar una disrupción en la industria de logística estadounidense, Alphabet pensó que sería capaz de generar una disrupción en el mercado de las redes sociales y lo cierto es que no era un pensamiento iluso e infundado teniendo en cuenta el ‘efecto red’ dominante que tenía la empresa en el mercado de la publicidad por internet, además del sitio web más visitado del mundo. Alphabet puso en la web de su buscador Google el enlace que iba directo a Google+ de tal manera que la incontable cantidad de personas que utilizaban diariamente el buscador pudieran verlo. Esto es equivalente a la estrategia llevada adelante por Facebook, quien utilizó el ‘efecto red’ dominante que tenía en las universidades para, desde allí, expandirse y construirlo en el resto del mundo. En este caso, Alphabet estaba utilizando la posición dominante de su buscador web para, desde allí, expandirse a la industria de las redes sociales y construir un ‘efecto red’ allí también.

Sin embargo, a pesar de que Google+ logró eventualmente alcanzar un pico de varios cientos de millones de usuarios, nunca logró tener un alto grado de participación por parte de los usuarios y fue cerrado definitivamente en 2019 debido a que falló en ofrecer una alternativa que fuera ‘10 veces superior’ a la alternativa dominante de la industria; es decir que no tenía una ‘fórmula especial’ o una combinación de atributos que le diera realmente la posibilidad de quebrar el liderazgo masivo de Facebook en el mercado de las redes sociales, incluso siendo Alphabet el mayor gigante de la industria de internet en ese momento.

Aun así, existe un caso de éxito en redes sociales para Alphabet y es el que tuvo con la compra de Youtube cuando dicha red social todavía estaba en una etapa temprana de su desarrollo. Gracias a que esta posteriormente desarrolló un ‘efecto red’ dominante en su propio nicho de mercado, Alphabet es actualmente el líder mundial en redes sociales de generación de contenido mediante video.

Red de redes: El efecto Amazon

Es muy inusual encontrar ejemplos de redes que estaban valuadas en más de u\$s 100.000 millones y que posteriormente fueron superadas. La mayoría de los ejemplos referentes a eso sucedieron durante los años de transición de la era pre-internet a la era de internet en los que una empresa generaba una disrupción en una industria mediante una solución ‘10 veces superior’ a las existentes al ofrecer la posibilidad de realizar por internet lo que antes se realizaba únicamente por medios ‘físicos’. El e-mail generó una disrupción en el correo físico y el e-commerce disrumpió el comercio tradicional, por poner dos ejemplos.

Quitando esa época de grandes disrupciones tecnológicas, no es posible encontrar muchos ejemplos de disrupciones que afectaron a redes dominantes; por ejemplo, las principales empresas que ofrecen bolsas y mercados financieros han continuado siendo las mismas durante décadas, al igual que sucede con las empresas que ofrecen tarjetas de crédito. Las disrupciones son casi imposibles una vez que la masa crítica de usuarios ha sido alcanzada debido a que es muy raro que una empresa encuentre la manera de ofrecer una alternativa que sea 10 veces superior a la dominante del mercado. Es habitual que en industrias que están achicándose veamos a viejas empresas ir a la quiebra, pero cuando las empresas cuentan con sólidos ‘efectos red’, tienden a ser muy longevas independientemente del comportamiento de su industria.

La compañía por excelencia que ha sido capaz de romper varios ‘efectos red’ durante las últimas décadas es Amazon gracias a que, a diferencia de Deutsche Post y Google, ha sido capaz de generar disrupciones exitosas en varias industrias diferentes aunque, como no todo lo que brilla es oro, hay detalles importantes de las mismas que vale la pena analizar.

Amazon comenzó como un vendedor de libros online en los albores del comercio por internet a mediados de los 90s para luego expandirse a muchas otras categorías y volverse el sitio web líder en comercio electrónico al construir un sistema de logística y almacenamiento tan grande que le permitió tener la red dominante de toda su industria.

Posteriormente, la empresa ingresó a la industria de los servicios de computación en la nube cuando todavía no había un líder dominante de la misma debido a que esta se encontraba en una etapa temprana de su desarrollo. La empresa líder en servicios en la nube para empresas era en ese momento IBM pero, al igual que MySpace fue lenta en cuanto a moverse hacia las plataformas móviles, IBM estaba siendo muy lenta en cuanto a generar innovaciones que mejoren el servicio para sus clientes, así que Amazon aprovechó las capacidades masivas del espacio que tenía destinado a sus servidores de e-commerce y las utilizó para ofrecer servicios en la nube a otras empresas, convirtiéndose rápidamente en el proveedor líder de servicios de esa industria.

Ambas redes, la de e-commerce y la de servicios en la nube, se beneficiaban mutuamente debido a que las ganancias generadas por los servicios en la nube ayudaban a mantener bajos los precios de los productos listados en el e-commerce, una estrategia muy apropiada para una industria que tiene habitualmente márgenes de rentabilidad muy bajos (o incluso, por momentos, negativos) como consecuencia de lo competitiva que es y las bajas barreras de entradas que tiene. La implementación de esta estrategia tampoco representó un gran gasto adicional por parte de Amazon debido a que la empresa necesitaba de todas maneras mucho espacio extra en sus servidores para hacer frente a los picos de demanda que había durante los días de ofertas así que, tuvo sentido desde el punto de vista económico que expandiera sus capacidades de servidores y ofreciera esos servicios a terceros.

Luego de eso, Amazon irrumpió en la industria de los marketplaces online al permitir que otros vendedores, además de la propia Amazon, pudieran vender productos en su plataforma a su base de clientes. Esto le quitó a eBay parte de su crecimiento potencial como líder de esa industria, a lo cual

se sumó posteriormente Facebook que, durante esa época, lanzó también su propio marketplace en sus diferentes plataformas. Aun así, a pesar de esas disrupciones, eBay continúa existiendo y creciendo (aunque lentamente); tuvo problemas gerenciales durante algunos años y cometió errores al intentar expandirse hacia otras industrias pero luego se re-enfocó y volvió a dedicarse a aquello que hace mejor, aunque también es cierto que todavía está muy lejos de alcanzar los u\$s 100.000 millones de capitalización de mercado.

Desde hace un tiempo, Amazon ha venido expandiéndose hacia la industria de logística y paquetería, poniéndole presión a FedEx y UPS. La empresa comenzó como un cliente de estas y continúa siéndolo pero, en base al posicionamiento estratégico que planea tener en el futuro, ha ido avanzando en la construcción de su propia red de envíos, la cual pone presión bajista en los márgenes de rentabilidad de las empresas líderes de esta industria. Gracias a su buena gestión y al conocimiento que Amazon tiene de la industria, ha sido mucho más exitosa que Deutsche Post en cuanto a generar una disrupción en el duopolio de la industria de logística cuyos líderes ostentan redes consolidadas pero, aun así, hasta el momento UPS y FedEx no solo continúan siendo las empresas dominantes sino que además, continúan creciendo.

Todo esto nos confirma que, incluso en este caso protagonizado por una empresa tan poderosa como Amazon, la misma no ha sido capaz hasta el momento de acabar con las redes dominantes de la industria de logística, valuadas en más de u\$s 100.000 millones. En resumen: esta empresa fue exitosa en tomar el liderazgo de industrias en las que había compañías que tenían la capacidad para alcanzar un fuerte liderazgo pero no lo hacían (como IBM), volverse un competidor líder quitándole crecimiento potencial a empresas con redes existentes valuadas en menos de u\$s 100.000 millones (como eBay) y volverse un actor cada vez más importante que afecta la capacidad de fijación de precios y los márgenes de rentabilidad de una industria dominada por un duopolio (como UPS y FedEx).

2. Fortaleza de marca: Una marca puede darle a un negocio una tremenda ventaja por sobre sus competidores cuando los consumidores se mantienen leales a ella y cuando la empresa puede cobrar un precio más elevado simplemente porque el producto o servicio es de esa marca. Esta ventaja competitiva se traduce en poder de fijación de precios por parte de la empresa hacia sus clientes; es decir que, hasta cierto punto, la empresa será capaz de aumentar el precio de sus productos o servicios y, como resultado de eso, no perderá clientes debido a que, como la valoración subjetiva que estos hacen de la marca es alta, son menos sensibles a las subidas de precios de sus productos o servicios y estarán dispuestos a comprarlos de todos modos. El grado en el que la fortaleza de una marca generará para la empresa una ventaja competitiva es variable y depende mucho del tipo de producto o servicio que esta ofrezca ya que, por ejemplo, los clientes suelen ser mucho más leales a una marca de bebidas que a una marca de productos de limpieza.

Un buen comienzo para la evaluación de esta ventaja competitiva sería preguntarse por lo que la marca de la empresa que se está analizando significa para sus clientes ya que, en algunos casos, se ha llegado hasta el extremo de que la marca se ha convertido en sinónimo de ‘experiencia de usuario’ como puede ser, por ejemplo, el caso de Starbucks que automáticamente se asocia en la mente del cliente con un café de buena calidad tomado en una atmósfera placentera.

Para construir una imagen de marca asociada a determinados valores y características, es responsabilidad de la gerencia tomar las decisiones de marketing necesarias para que esos conceptos se vayan fijando y fortaleciendo en la mente de los clientes a lo largo del tiempo. Estos conceptos son, en muchos casos, abstractos pero siempre provienen de cosas concretas como la durabilidad del producto, calidad de los materiales, prestaciones, experiencia de compra, asesoramiento personalizado, servicio posventa, etc, así que es allí en donde debe actuar la gerencia para que, con el correr del tiempo (porque este no es de ninguna manera un proceso rápido), se vaya asociando en la mente de los clientes a la marca de la empresa con determinados valores y atributos positivos. Además de ser un proceso largo, este es también un proceso continuo debido a que, si la gerencia deja de invertir dinero en la construcción y mantenimiento de la imagen de marca mediante campañas de marketing, corre el riesgo de que dicha imagen se deteriore con el paso del tiempo o que las nuevas generaciones no la valoren subjetivamente de la misma manera que la valoran sus clientes actuales, lo cual se traducirá eventualmente en un deterioro de los ingresos y del valor de la firma. Es posible intuir que la fortaleza de la marca corre el riesgo de debilitarse cuando se observa en los reportes trimestrales y anuales de la empresa que la gerencia está recortando los gastos que destina a Investigación y Desarrollo, Marketing, Ventas o Promoción para ahorrar dinero ya que eso pone en riesgo la identidad de la marca a largo plazo a expensas de un ahorro de gastos a corto plazo.

El cuidado de la imagen de la marca debe ser una ocupación constante de la gerencia de la empresa debido a que, no solo ocurre que los deterioros tienden a ser rápidos y los fortalecimientos lentos, sino que además hay decisiones que tienen mucho sentido desde el punto de vista de los ingresos y ganancias de corto plazo pero que terminan siendo muy contraproducentes para la imagen de la marca a largo plazo. Un claro ejemplo de ello es la gestión de inventarios que realizan las marcas de lujo ya que, aunque ofrecer rebajas de precios con el objetivo de vender el inventario excedente tiene sentido desde el punto de vista de los ingresos y ganancias, puede provocar que la imagen de exclusividad asociada a la marca se deteriore en la mente de los consumidores y que estos luego no estén dispuestos a pagar tanto por los productos de la empresa al saber que eventualmente se los ofrecerán a precios de descuento. Louis Vuitton, por ejemplo, es capaz de cobrar precios más altos que Gucci por un bolso de mano de características similares gracias a que Louis Vuitton está dispuesta a destruir sus productos sobrantes en lugar de ponerlos en rebaja. Gucci, por el contrario, realiza frecuentemente rebajas de productos cuando tiene sobrantes de inventario y eso genera en los clientes la idea de que no es una marca tan exclusiva. Yves Carcelle, CEO de Louis Vuitton desde 1990 hasta 2012 comentó al respecto que “Nunca estamos en rebajas. Todas las otras empresas

ofrecen descuentos; nosotros nunca. Cuando los clientes invierten en uno de nuestros productos, no esperan verlo a precios de descuento tres semanas después, así que no hacemos eso”.

3. Patentes o derechos de autor: Son una fuente de protección porque evitan que los competidores de una persona o empresa puedan copiar sus productos o servicios patentados durante el tiempo que dure dicha patente, el cual es variable dependiendo del tipo de producto o servicio que se esté protegiendo. La mejor manera de determinar si una patente tiene valor es verificar si tiene algún tipo de uso comercial, es decir, si existe algún producto o licencia que esté generando ingresos gracias a ella.

Las patentes más sencillas de analizar y entender son las de la industria farmacéutica debido a que las propias empresas publican mucha información detallada con respecto al mercado potencial de tiene cada droga que están desarrollando o comercializando, las características de cada una de ellas, la fase de investigación en la que se encuentran las que aún no han sido aprobadas y los ingresos que están generando las que están actualmente en el mercado.

Las patentes más difíciles de analizar y entender son las del sector tecnológico debido a lo complicado que es cuantificar un mercado potencial para cada una de ellas.

A pesar de que las patentes proveen protección, su vida es finita y, por lo tanto, dicha protección cesará en algún momento así que, la cantidad de años de protección que le quedan a una patente debe ser tomada muy en cuenta al estimar el valor que puede generarle a la empresa en el futuro.

El valor de una patente también se encuentra en función del ritmo de innovación que tiene la industria a la que pertenece la empresa. Una patente provee protección pero, al mismo tiempo, gracias a los altos márgenes de rentabilidad que las patentes suelen generarle a sus poseedores, estas generan incentivos para que la competencia desarrolle una nueva tecnología que desplace a aquella que está siendo protegida por la patente así que, cuanto mayor es el ritmo de la innovación y los cambios tecnológicos que se producen en una industria, menos valiosa es una patente como mecanismo de generación de ventajas competitivas debido a que, a mayor velocidad de la innovación, mayor es el riesgo de que eventualmente ocurra una disrupción tecnológica que le quite a la patente todo su valor.

4. Licencias regulatorias: Son una gran fuente de ventajas competitivas sostenibles gracias a la limitación de la competencia que generan. En caso de que la ventaja competitiva de una empresa provenga de una licencia gubernamental, su principal amenaza son los cambios que pueda sufrir la legislación que la regula así que, si una empresa goza de esta ventaja competitiva, es obligatorio monitorizar de cerca al ente regulador para estar al tanto de potenciales cambios legislativos que pudieran afectar a la licencia ya que, un cambio legislativo sobre ella puede, para bien o para mal, afectar muchísimo a los fundamentos de la empresa que se basan en ella.

Para analizar una licencia gubernamental, debe determinarse en primer lugar si está regulada a nivel local, provincial, federal o una combinación de ellos. A continuación debe determinarse la clase de poder que el ente regulador tiene sobre la empresa que recibe la concesión de la licencia: ¿Puede regularle el precio que la empresa decide cobrar por sus bienes o servicios? ¿Puede regularle la cantidad de unidades que puede vender? ¿Sobre qué ítems del contrato de licencia tiene control la empresa y cuáles controla el ente regulador? La fortaleza de la ventaja competitiva depende de cuánto poder tiene el ente regulador sobre los precios ya que, si el regulador controla completamente el precio que la empresa puede cobrar por su producto o servicio, la ventaja competitiva es, en realidad, bastante débil. Este suele ser el caso de las empresas del sector de utilities que gozan de una licencia gubernamental que les permite ejercer un monopolio sobre la prestación de un servicio pero el ente regulador se reserva todo el control sobre el precio que la empresa puede cobrar por el mismo. En contraste, por ejemplo, la relación de las empresas farmacéuticas con el ente regulador es muy diferente porque, como la Food and Drugs Administration (FDA) tiene por objetivo regular la seguridad de los medicamentos y alimentos, su tarea como regulador solo se remite a eso así que no ejerce ningún tipo de control sobre el precio que las empresas desean cobrar por sus medicamentos una vez aprobados.

Las empresas cuyos negocios están regulados a nivel federal corren un riesgo mayor de que un cambio de legislación les afecte completamente la rentabilidad de sus negocios mientras que las empresas cuyos negocios están regulados a nivel provincial o local gozan de más estabilidad porque, en ese caso, un cambio de legislación solo afectaría a la parte de su negocio que se encuentra en esa región del país.

5. Cultura corporativa: Este es un concepto sumamente importante para el éxito a largo plazo de una empresa pero, al mismo tiempo, es un concepto bastante difuso a la hora de definirlo y cuyas diferentes facetas son imposibles de reducir a un simple número. A los inversores les encantan los números y, como consecuencia de ello, tienden a subestimar activos intangibles que son cruciales para el éxito de una empresa a largo plazo solo por el hecho de ser difíciles de medir pero, en nuestro caso, no podemos dejar que eso nos suceda porque, cuando hablamos de la cultura empresarial, **posiblemente estemos hablando de la ventaja competitiva más importante que puede llegar a tener una empresa que aspira a ser dominante en su industria de manera perdurable en el tiempo.** Esto es así porque, en definitiva, se trata de un activo intangible que afecta el comportamiento de cada persona dentro de la organización empresarial y, por lo tanto, termina en última instancia determinando los valores que tienen todas las variables cuantitativas que se utilizan para calcular la valuación de una empresa.



La cultura corporativa es habitualmente resumida por las empresas en ‘valores corporativos’ que hacen las veces de valores aspiracionales que los directivos esperan que compartan todos los empleados de la empresa aunque lo cierto es que, en la mayoría de los casos, la cultura empresarial no puede ser impuesta desde arriba (en ese caso, se encontraría con mucha resistencia al cambio) sino que emerge de las conductas repetitivas que ocurren diariamente en todos los niveles organizacionales y que se terminan convirtiendo en costumbres y en las maneras en las que, por defecto, actúan quienes pertenecen a la compañía.

Algunas preguntas que pueden servir para definir la ‘cultura’ de una empresa son:

- ¿Cómo se comportan los empleados de la empresa cuando nadie los ve?
- ¿Qué valores y conductas tienen las personas que son promovidas a puestos gerenciales dentro de la empresa?
- ¿Qué conductas son fomentadas y consideradas valiosas en la empresa?
- ¿Qué tipo de comportamiento es inaceptable dentro de la empresa?

La mejor fuente de información directa acerca de las características que tiene la cultura corporativa de una empresa se encuentra en los testimonios de sus actuales empleados y de ex empleados que hayan terminado en buenos términos su relación con la compañía. Una excelente fuente de información para conocer la opinión que empleados actuales y anteriores tienen sobre las empresas es GlassDoor (<https://www.glassdoor.com.ar/>) ya que, por su estructura y anonimato, se considera que es una de las redes sociales cuyas opiniones están menos sesgadas y que, por lo tanto, son más objetivas y fieles a la realidad.

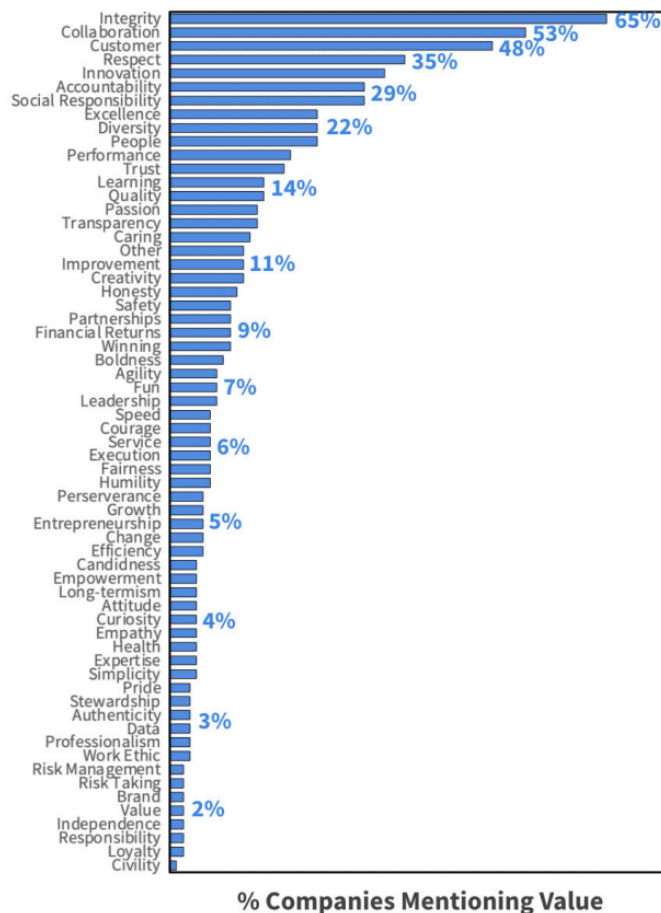
Otra fuente que puede proveer información acerca de la cultura de una empresa son las transcripciones de las conference calls que se realizan cada trimestre, luego de la publicación de los estados financieros de las empresas. En esas transcripciones, que se encuentran en la web de relaciones con el inversor, pueden leerse las respuestas que los gerentes brindaron a las preguntas realizadas por accionistas y dichas respuestas se pueden utilizar para ‘rastrear’ los valores corporativos que parecen estar implícitos en ellas.

La cultura corporativa genera un fuerte efecto ‘inercia’ en la manera de comportarse de los empleados de una empresa debido a que es un activo intangible que cambia de manera muy lenta a lo largo del tiempo (por eso no suele ser un activo que pueda imponerse desde arriba). Esto por supuesto es muy bueno si la empresa tiene una buena cultura corporativa ya que, en ese caso, esta se convierte en la ventaja competitiva más fuerte y perdurable de la compañía pero, por el contrario, si la cultura corporativa de una empresa fomenta comportamientos que terminan destruyendo valor de los accionistas, podría decirse que la empresa está prácticamente condenada a desaparecer.

Una manera habitual de comenzar a estudiar la cultura corporativa de una empresa es analizando sus valores corporativos, que suelen encontrarse en el sitio web de la empresa y verificar de qué manera estos se plasman en sus operaciones diarias ya que, al no ser vinculantes para gerentes y demás empleados, muchas veces los valores corporativos terminan siendo ‘letra muerta’ que no tiene su correspondencia en la realidad de la empresa. Por ejemplo: Enron, la empresa que quebró en 2001 y cuyos gerentes terminaron en la cárcel por fraude tenía por valores corporativos “integridad”, “comunicación”, “respeto” y “excelencia”.

La característica que más dificulta el estudio de la cultura corporativa es su naturaleza multidimensional, la cual contrasta con la gran mayoría de las variables que utilizamos para valorizar una empresa (resultado operativo, el rendimiento sobre el capital invertido, etc) que solo se expresan en una dimensión. En otras palabras, cuantificar o clasificar la cultura de una empresa exige el análisis de un espacio comprendido por varias dimensiones.

Partiendo del hecho de que es imposible evaluar una por una la gran cantidad de facetas que puede tener la cultura de una empresa, el primer paso necesario para que esta tarea se vuelva manejable consiste en reducir esa gran cantidad de características a través de las que se manifiesta la cultura de una empresa a un grupo que solo contenga las más importantes. Para realizar esta tarea, hubo dos investigaciones, la de Guiso, Sapienza y Zingales (2013) y la de Turconi, Sull y Sull (2020), que se dedicaron a analizar con qué frecuencia un amplio grupo de valores corporativos eran elegidos como los valores representativos de una gran muestra de empresas. A pesar de haberse realizado con casi una década de diferencia, los resultados a los que llegaron ambas investigaciones fueron muy similares. Los resultados de la última investigación, que analizó los valores corporativos publicados por 562 grandes empresas, la mayoría de ellas estadounidenses, son los siguientes:



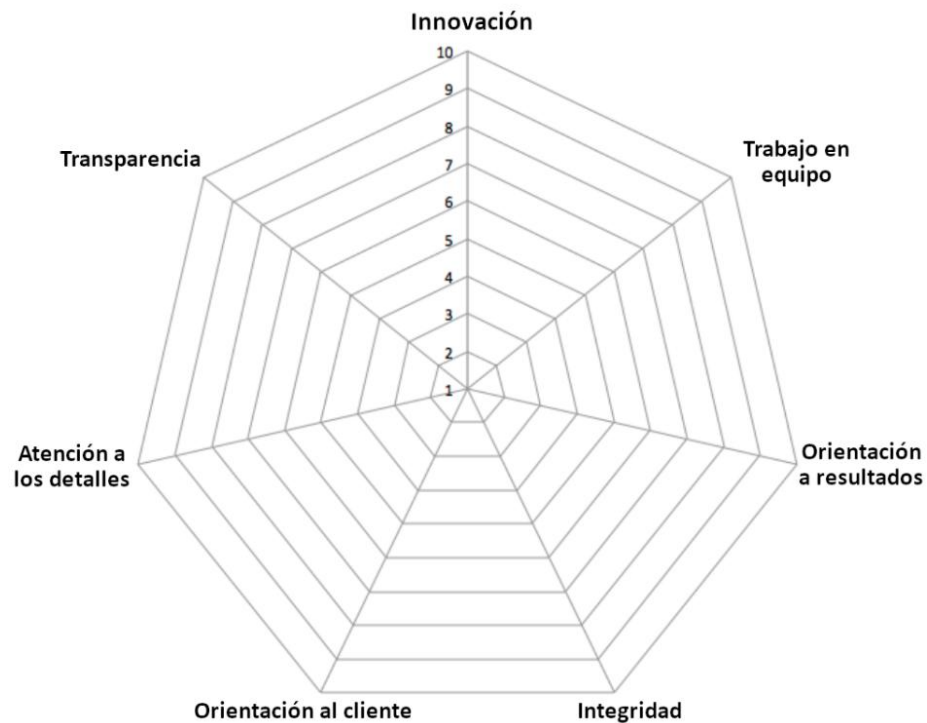
Fuente: Elaborado por Turconi, Sull y Sull (2020).

Lo que concluyeron estos estudios es que hay un grupo reducido de valores que son más ‘universales’ que el resto y que, por lo tanto, podrían considerarse como representativos de lo que podría definirse como la ‘cultura ideal’ a la que debería aspirar una empresa para ser exitosa.

Dos investigaciones muy interesantes que se realizaron persiguiendo ese fin fueron las de O'Reilly, Chatman, Caldwell (1991) y O'Reilly, Caldwell, Chatman, Doerr (2014). En esas investigaciones realizaron encuestas a empleados, crearon una lista de 54 valores culturales e hicieron que los encuestados ordenasen la lista en base a dos criterios: 1) Sus preferencias personales y 2) Cómo consideraban que su empleador ordenaría la lista. Luego de eso realizaron un análisis de componentes principales sobre los resultados para crear grupos de valores altamente correlacionados con el objetivo de encontrar de esa manera los valores que podrían considerarse como ‘de más alto nivel’, es decir aquellos valores que condensasen en sí mismos la mayor cantidad de abstracción y comportamientos vistos en el día a día de las operaciones de las empresas. El resultado final arrojó siete categorías de alto nivel que explicaron el 44% de la variabilidad de los datos: **innovación, trabajo en equipo, orientación a resultados (pragmatismo), integridad, orientación al cliente, atención a los detalles y transparencia.**

Según estos autores, el análisis de las siete categorías mencionadas en el párrafo anterior permite al inversor crear un ‘perfil de cultura organizacional’ (PCO) que resulta de mucha utilidad para predecir el desempeño a largo plazo que puede tener una empresa. Cuando el PCO de los empleados es bastante similar al de la empresa, eso evidencia una mayor satisfacción laboral y una menor rotación de capital humano; cuando el PCO del CEO está alineado con el de la empresa, eso habla de un gerente que tiene más probabilidades de hacer bien su trabajo y de no encontrar mucha resistencia entre los empleados para ejecutar las decisiones tomadas desde los niveles más altos de la compañía. No existe un PCO ‘ideal’ para las empresas debido a que es imposible que logren ser excelentes en cada una de las siete categorías de valores organizacionales; más bien, lo que sucede es que, dependiendo del sector y de la industria, las empresas tienden a focalizarse en destacar en algunas categorías específicas, dejando de lado otras. Por ejemplo: las empresas del sector tecnológico tienden a focalizarse en la innovación mientras que las que se dedican a la venta minorista tienden a destacar en orientación al cliente.

Para construir un perfil cultural organizacional no existe un método cuantitativo e infalible sino que resulta ser una tarea que intenta cuantificar aspectos totalmente cualitativos de las empresas y que, en última instancia, es el resultado de la subjetividad del analista. Una técnica utilizada para crear perfiles culturales de empresas consiste en buscar la mayor cantidad de sinónimos para cada una de las siete categorías de valores organizacionales y luego contar la cantidad de veces que esas palabras aparecen en las secciones más importantes de los 10-K (20-F) y los 10-Q (6-K) además de las transcripciones de las conference calls y sitios web de opiniones como GlassDoor o todo tipo de artículos, análisis y entrevistas que hablen sobre la empresa. Luego, en base a eso (que podría decirse que es la opinión que la empresa tiene sobre sí misma, sumada a la opinión de empleados, periodistas, expertos y analistas sobre la empresa) e incorporando adicionalmente la percepción subjetiva del analista que fue construyéndose a medida que estudiaba la compañía, debe condensar toda esa información asignándole a cada uno de los valores organizacionales de más alto nivel un puntaje (totalmente subjetivo, por supuesto) para terminar creando, de esa manera, el PCO plasmado en un gráfico de radar como el que se encuentra a continuación:



Sinónimos / Conceptos que refieren a las principales categorías de valores

Innovación	Trabajo en equipo	Orientación a resultados	Integridad	Orientación al cliente	Atención a los detalles	Transparencia
Adaptable	Colaborativo	Rendimiento	Ética	Servicio	Eficiencia	Comunicación
Ágil	Cooperativo	Resultado	Honestidad	Ayuda	Calidad	Apertura
Constante evolución	Confianza	Meta	Compasión	Satisfacción	Confiabilidad	Escuchar
De vanguardia	Cohesión	Objetivo	Valores	Experiencia	Ejecución	Retroalimentación
De última generación	Amigable	Métrica	Responsabilidad		Protocolo	Opinion
Creativo	Amistoso	Excelencia	Propósito		Procedimiento	Claridad
Novedoso	Buenos modos	Eficacia	Empatía		Altos estándares	No ambigüedad
Progresista	Hacer que las cosas se hagan		Moral			Certidumbre
Avanzado	Educado		Honor			Crítica
Mejora continua	Respeto		Sinceridad			
De mente abierta	Diversidad					
Dinámico	Inclusión					
Nuevas ideas						

Fuente: Elaboración propia

Cuanto más altos sean los puntajes que el inversor le asigne a cada una de las categorías de valores culturales organizacionales, más sentido tendrá que invierta en esa empresa con objetivos fijados a largo plazo ya que, cuanto más positiva sea la cultura de una empresa en esos aspectos, mayores serán las probabilidades de que el rendimiento de sus acciones sea mayor a los índices al medirlo en periodos muy largos de tiempo (5 años o más). Por el contrario, cuanto peores sean los puntajes de una empresa en una o varias de las siete categorías, más riesgosa será la inversión en ella a largo plazo porque esas deficiencias culturales aumentan mucho la probabilidad de que eventualmente ocurra algún hecho negativo como consecuencia de lo deficiente que es la cultura de la empresa en

esa/s categoría/s y se termine destruyendo valor del accionista como resultado de eso. Por ejemplo: Uber es una empresa cuya cultura organizacional destaca en ‘innovación’ pero es sumamente deficiente en ‘integridad’ y ‘transparencia’, a tal punto que la empresa recibió varias denuncias de acoso sexual por parte de gerentes hacia sus empleadas y de discriminación por cuestiones de género, las cuales incluso llevaron a Travis Kalanick, su fundador y CEO, a tener que renunciar para ayudar a limpiar la imagen de la compañía. A este tipo de empresas, con culturas corporativas muy deficientes en alguna de las siete categorías de valores corporativos, solo es conveniente tenerlas en el portafolio de inversión cuando, luego de realizada una valuación conservadora de ellas, con descuento de flujo de fondos y simulación de Monte Carlo incluida, se detecta que sus acciones están cotizando con un margen de seguridad mayor al 30% en relación al resultado promedio arrojado por la valuación y, por supuesto, a menos que la empresa mejore su puntaje en las categorías culturales deficientes, será sensato venderla apenas el precio de sus acciones alcance el valor promedio arrojado por la valuación ya que su cultura deficiente deja siempre abierta la posibilidad de que ocurra un hecho negativo dentro de la empresa que vuelva a hacer caer con fuerza el precio de las acciones.

6. Costos de cambiar: ¿Por qué razón una persona no compraría un producto más barato y de igual calidad que el que actualmente compra o uno de mayor calidad por el mismo precio? La respuesta es que pueden existir costos adicionales asociados con el cambio de producto/servicio o una reducción en el beneficio que se espera recibir.

La magnitud de los costos de cambiar asociados a un producto o servicio está determinada por la profundidad con la que este se ha arraigado en la vida de las personas o los procesos de negocio de las empresas que lo utilizan, así como también por la cantidad de entrenamiento que se necesita para poder utilizarlo. Pensemos por ejemplo en cuánto tiempo insume la capacitación del personal de una empresa para aprender a utilizar un software de CRM como SAP o el entrenamiento que se necesita para utilizar equipamiento médico de alta complejidad; si es necesario volver a capacitarse uno mismo y/o a los empleados cada vez que se cambie un producto o servicio por uno de la competencia, se está en presencia de un producto o servicio que genera costos por cambiar.

Por ejemplo: La empresa Bloomberg, por ejemplo, ofrece una plataforma muy sofisticada de trading e información financiera a sus clientes que, gracias a la extensa capacitación que se requiere para poder explotarla en todo su potencial, genera costos de cambiar ya que, una vez que una empresa tiene a su personal capacitado para utilizarla en plenitud, pretender cambiarse a un producto similar pero más barato ofrecido por un competidor requeriría tirar prácticamente todas esas horas de capacitación a la basura para comenzar casi desde cero con una nueva capacitación de todo el personal en el uso de la nueva plataforma así que, en este caso, el ahorro en dinero obtenido por cambiar a un producto similar de menor costo sería total o parcialmente compensado por el tiempo y esfuerzo adicionales que le demandaría a la empresa la re-capacitación de sus empleados.

Otro ejemplo de altos costos de cambiar es el que tiene la empresa SAP que ofrece aplicaciones de gestión empresarial que se integran de manera tan profunda con los procesos de negocio de sus clientes y cuya implementación requiere de tanta capacitación por parte de este último que, una vez que el servicio está implementado y el cliente lo está utilizando, le resulta muy costoso a la gerencia tomar la decisión de cambiarse a un producto de la competencia debido a lo profundamente integrada que ha quedado su empresa con los productos y servicios que ofrece SAP, por no hablar también de la cantidad de horas de capacitación que fueron requeridas para la implementación.

Con el objetivo de determinar si la protección provista por los costos de cambiar está fortaleciéndose o debilitándose, es necesario monitorizar de cerca las tasas de retención de clientes que tiene la empresa que se está analizando ya que las empresas que generan costos de cambiar muy altos muestran tasas de retención de clientes muy altas, por encima del 70%, mientras que tasas de retención por debajo del 50% evidencian lo poco que les cuesta a los clientes de una empresa cambiarse a productos y servicios ofrecidos por la competencia. Si la empresa publica sus tasas de retención de clientes en sus reportes trimestrales y/o anuales, basta con comparar las tasas de retención publicadas en los reportes de los últimos años para verificar si esta se ha mantenido estable, si se ha fortalecido o debilitado.

7. Liderazgo en costos, principalmente proveniente de escala, ubicación o acceso a un recurso escaso: Cuanto más ‘estructural’ sea el origen de esta ventaja competitiva, más sostenible será en el tiempo. Por ejemplo: disminuir los costos de la empresa al mover el departamento de atención al cliente a países emergentes como India seguramente le permitirá mejorar su margen de rentabilidad operativa pero nada impide que la mayoría de sus competidores copien esa estrategia, hagan lo mismo y provoquen que esa ventaja competitiva desaparezca.

Las economías de escala constituyen una ventaja competitiva más estructural ya que, a medida que una empresa cuyo negocio tiene costos fijos crece, eso le permite sacar ventaja de los menores costos por unidad producida, pudiendo de esta manera ser capaz de disminuir los precios de sus productos o servicios en relación a sus competidores. Esto a su vez genera un círculo virtuoso que fortalece la ventaja competitiva y la hace más perdurable en el tiempo.

Existen varias maneras en las que una empresa puede beneficiarse con las economías de escala, pero los dos casos más habituales son:

- **Incremento de la eficiencia mediante la consolidación de una industria fragmentada:** En aquellas industrias fragmentadas y especialmente en las que tienen productos/servicios ‘commoditizados’, es posible ver habitualmente empresas con ventajas cimentadas en costos bajos que, con el correr del tiempo, van ganando más y más cuota de mercado. Cuanto mayor es la cuota de mercado de estas empresas, más limitadas son las alternativas de los

clientes y eso les brinda a las empresas sobrevivientes y dominantes una ventaja competitiva duradera.

- **Buena localización:** Cuando una empresa tiene una ubicación geográfica que sus competidores son incapaces de replicar fácilmente, esto puede brindarle a dicha empresa una ventaja en costos. Un ejemplo típico de esta situación ocurre en la industria de las empresas cementeras ya que, como el transporte del cemento a largas distancias es muy ineficiente debido a su peso, las fabricas productoras de cemento tienen una ventaja competitiva de costos bajos en relación a su competencia en las áreas cercanas a sus instalaciones.

El mejor tipo de ventaja competitiva sostenible es la estructural

Cuando los clientes tienen alternativas limitadas durante periodos prolongados de tiempo con respecto a determinados productos y servicios es probable que la/s empresa/s que los produce/n tenga/n una ventaja competitiva estructural. Una ventaja competitiva de este tipo puede ser el resultado de una regulación, una ubicación privilegiada o mejores redes de distribución.

La mejor manera de identificar una ventaja competitiva estructural es analizarla desde el punto de vista del cliente. ¿Tiene el cliente una limitada cantidad de alternativas disponibles con respecto a un producto o servicio específico, o tiene muchas opciones a su alcance? En caso de que la cantidad de alternativas disponibles sea muy limitada, ¿Por qué ocurre eso en esa industria?

Las ventajas competitivas estructurales son habitualmente las más sostenibles en el tiempo porque, además, cuanto más esté la ventaja competitiva de una empresa basada en factores estructurales, menor será la dependencia que esta tenga de otros factores importantes como la ejecución gerencial. Por ejemplo: La creación de valor para los accionistas en la industria de los restaurantes (y de la venta minorista en general) es muy dependiente de las decisiones que toma la gerencia debido a que esas empresas no gozan de ventajas estructurales que les permiten atenuar los efectos de los errores cometidos mientras que, por el contrario, las empresas que integran la industria de las calificadoras de riesgo gozan de una gran ventaja estructural gracias a que el gobierno limita mediante regulaciones la cantidad de empresas que están autorizadas para emitir calificaciones de activos financieros así que, como consecuencia de eso, las decisiones gerenciales en esta industria tienen menos influencia en el éxito o fracaso futuro de las compañías debido a que, si los gerentes cometen errores, la ventaja competitiva estructural se encarga de atenuar la destrucción del valor de la compañía gracias a que evita que haya una gran cantidad de competidores acechando e intentando quitarles sus ganancias a las empresas protegidas por ella.

¿Por qué es tan difícil encontrar empresas con ventajas competitivas sostenibles?

La mayoría de las empresas no son capaces de sostener una ventaja competitiva por prolongados periodos de tiempo e incluso aunque una empresa aparente ser muy robusta y ostente métricas financieras muy sólidas, podría en realidad estar muy cerca de iniciar su decadencia. Si una empresa no innova satisfactoriamente y tampoco encuentra maneras para defender sus ingresos de la competencia, los competidores aparecerán y le quitarán cuota de mercado, deteriorando sus fundamentos.

La mayoría de las ventajas competitivas son temporales y, de hecho, las empresas lo saben ya que, incluso cuando lanzan un nuevo producto al mercado con características innovadoras son conscientes de que muchas de las ventajas del nuevo producto perderán su exclusividad con el paso del tiempo. La gerencia de Sony, por ejemplo, sabe que cuando crea un nuevo producto, tiene un margen de tiempo de entre 12 a 24 meses antes de que sus competidores logren imitarlo. Como resultado de eso, cuando deciden el precio que le asignarán al nuevo producto, lo establecen en un nivel que les permita ser capaces de recuperar la inversión en un periodo de tiempo inferior a los 24 meses. Otro ejemplo de la temporalidad de las ventajas competitivas lo ofrece el fabricante de chips Intel, quien solía obtener ganancias que excedían por mucho a las de sus competidores durante prolongados periodos de tiempo cada vez que introducía un nuevo chip al mercado. Esta empresa era capaz de hacer eso gracias a que, en el pasado, había muy poca competencia en la industria de los fabricantes de semiconductores y, por lo tanto, los fabricantes de computadoras estaban dispuestos a pagar un precio mayor a Intel para poder contar en sus productos con los chips más avanzados. Sin embargo, a medida que más competidores ingresaron a la industria, la cuota de mercado de Intel se fue reduciendo y el periodo de tiempo durante el cual es capaz de exigir un precio mayor al promedio del mercado por sus chips se ha reducido sustancialmente, todo lo cual se ha visto reflejado en sus balances y en la cotización de sus acciones.

Con el paso del tiempo, se ha vuelto cada vez más difícil encontrar empresas cuyos negocios cuentan con ventajas competitivas por varias razones:

- Los consumidores son cada vez menos leales a productos o marcas.
- El incremento de la competencia a nivel internacional ha disminuido mucho las barreras de entrada en numerosas industrias.
- Las innovaciones tecnológicas han acortado el ciclo de vida de muchas ventajas competitivas.

Las ventajas competitivas son menos sostenibles en el tiempo cuando corren el riesgo de ser afectadas por cambios tecnológicos o si se encuentran en industrias emergentes con dinámicas de cambio aceleradas. Las innovaciones tecnológicas amenazan la ventaja competitiva de una empresa cuando expanden las alternativas al alcance del cliente, ya sea al ofrecer un producto de igual calidad y prestaciones a menor precio o al ofrecer un producto con características superiores al mismo (o menor) precio. Un gran ejemplo de eso fue la aparición de internet que permitió que

empresas como Amazon afectasen severamente el poder de fijación de precios que tenían las empresas vendedoras de libros; algo muy similar ocurrió con la industria de los periódicos y ejemplos similares pueden encontrarse en la mayoría de las industrias ya que internet fue una disrupción tecnológica que posibilitó una expansión en las alternativas de los clientes sin precedentes en la historia, bajando los costos y las barreras de entrada de manera transversal a nivel mundial.

Mucho cuidado con las empresas que simplemente estuvieron en el lugar indicado en el momento indicado

A menudo, los inversores suelen tomar los éxitos pasados de una empresa como el resultado de una ventaja competitiva cuando, en realidad, en primer lugar deberían preguntarse por qué la empresa tiene una ventaja competitiva (si es que en realidad la tiene) y si hay ciertas condiciones externas a ella que la han creado; estas preguntas son importantes debido a que hay empresas que simplemente tuvieron la suerte de estar en el lugar indicado en el momento indicado y, por lo tanto, es bastante probable que su ventaja competitiva sea mucho más débil de lo que superficialmente parece.

Por ejemplo: cuando los precios de las computadoras personales cayeron hasta tal punto que una gran cantidad de consumidores fueron capaces de comprarlas, la empresa Dell fue una de las grandes ganadoras en ese contexto, derrotando a sus competidores gracias a que tenía una estructura de costos menor que la de ellos. Esa ventaja perduró por un tiempo debido a que varios fabricantes de computadoras estaban atados a contratos de distribución que les obligaban a vender las computadoras a un precio mayor para ser rentables pero, aun así, con el paso del tiempo la ventaja de Dell se fue erosionando a medida que sus competidores fueron capaces de ir bajando sus precios y eso provocó que la ventaja competitiva que muchos inversores pensaban que era duradera, se revelase en realidad como efímera.

La mayoría de las ganancias de las inversiones se producen durante la etapa de desarrollo, no después

Las mayores ganancias en las acciones de una empresa ocurren cuando esta se encuentra *desarrollando* su ventaja competitiva y no cuando dicha ventaja ya se encuentra establecida porque, para ese entonces, sus efectos sobre las ganancias de la compañía ya se encuentran descontados en el precio de sus acciones.

Lo ideal para el inversor es ser capaz de identificar a aquellas empresas que se encuentran en las etapas tempranas de la construcción de una ventaja competitiva. Le puede tomar varios años e incluso décadas a una empresa desarrollar y establecer una ventaja competitiva, sumado a lo cual, también debe tenerse en cuenta que es habitualmente difícil detectar el hecho de que una empresa

está construyendo barreras de entrada, diferenciación de producto/servicio, economías de escala, costos de cambiar, etc, debido a que, en la mayoría de los casos, la empresa pierde dinero durante ese periodo o sus ganancias por acción son muy bajas como consecuencia de que una gran parte del dinero que gana se invierte y re-invierte en la construcción de esa ventaja. Por ejemplo: Amazon perdió dinero durante sus primeros ocho años mientras utilizaba sus ganancias para expandir rápidamente su base de clientes y desarrollar sus líneas de negocio antes de comprometerse con la mejora de sus operaciones y la obtención de ganancias para complacer a sus accionistas.

La mejor manera de distinguir si una empresa está construyendo una ventaja competitiva o está desperdiciando dinero es monitorizar la cantidad de clientes que la empresa sirve ya que, si una empresa gasta dinero continuamente pero no aumenta la cantidad de clientes a los que vende sus productos o servicio, tarde o temprano terminará en la bancarrota.

Las empresas que continuamente están impulsando innovaciones en sus productos o servicios mediante la inversión en investigación y desarrollo (I+D) o que invierten inteligentemente en marketing con el objetivo de incrementar el conocimiento de sus productos, de su atractiva propuesta de valor y de las características distintivas que estos tienen son las que cuentan con las mayores probabilidades de estar construyendo ventajas competitivas duraderas y, por lo tanto, las que el inversor debe buscar. Por ejemplo: Apple mantuvo su compromiso con su estrategia de I+D incluso cuando sus ingresos cayeron un 33% durante la explosión de la burbuja .COM. En ese periodo, empresa incrementó el gasto en I+D en un 13% lo cual, medido como porcentaje de sus ingresos, significó un aumento desde el 5% que gastó en el año 2000 al 8% que gastó en 2001, según lo que informó en su 10-K de ese año. Este comportamiento por parte de la gerencia suscitó cuestionamientos por parte de los accionistas que no veían sensato el aumento de gastos en un contexto de ingresos en declive pero, cuando en 2003 la empresa lanzó la tienda iTunes seguida por el iPod en 2004 y entró así, gracias a ellos, en una etapa de rápido crecimiento, les demostró que estaban equivocados.

Es importante ser cuidadoso con respecto a las empresas que imitan la innovación porque, lógicamente, es poco probable que a largo plazo sus acciones logren obtener rendimientos superiores a los de las acciones de la empresa a la que están imitando ya que esta última es realmente la innovadora. Por ejemplo: Wal-Mart ha sido siempre líder en tecnologías de la información aplicadas a la industria de la venta minorista. Fue incluso una de las primeras empresas en implementar los escáneres de códigos de barras para incrementar la eficiencia y, aunque pasados unos años todos sus competidores también los implementaron, para ese momento Wal-Mart ya había avanzado a la próxima generación, volviéndose más eficiente mediante el uso de satélites privados para mejorar su logística. En conclusión, aunque las tecnologías implementadas por Wal-Mart eran posteriormente imitadas por sus competidores, estos siempre iban un gran paso por detrás ella y esa innovación constante bien implementada le permitía a Wal-Mart mantener vigente su ventaja competitiva.

¿Qué no es una ventaja competitiva sostenible?

Es muy importante saber distinguir entre una *fortaleza competitiva* y una *ventaja competitiva sostenible*. Si una empresa tiene un buen servicio al cliente, un producto de calidad y trabajadores calificados, todas esas son fortalezas pero a menudo pueden ser copiadas por la competencia. Por ejemplo: una empresa que responde a las consultas de sus clientes en menos de una hora es preferible a otra que responde las consultas al día siguiente pero lo cierto es que esa característica del servicio al cliente es fácil de copiar por un competidor. Aun así también es cierto que hay fortalezas que son mucho más difíciles de copiar que otras porque no es lo mismo responder rápidamente las consultas de los clientes que tener procesos de negocio eficientes o una plantilla de trabajadores bien calificados.

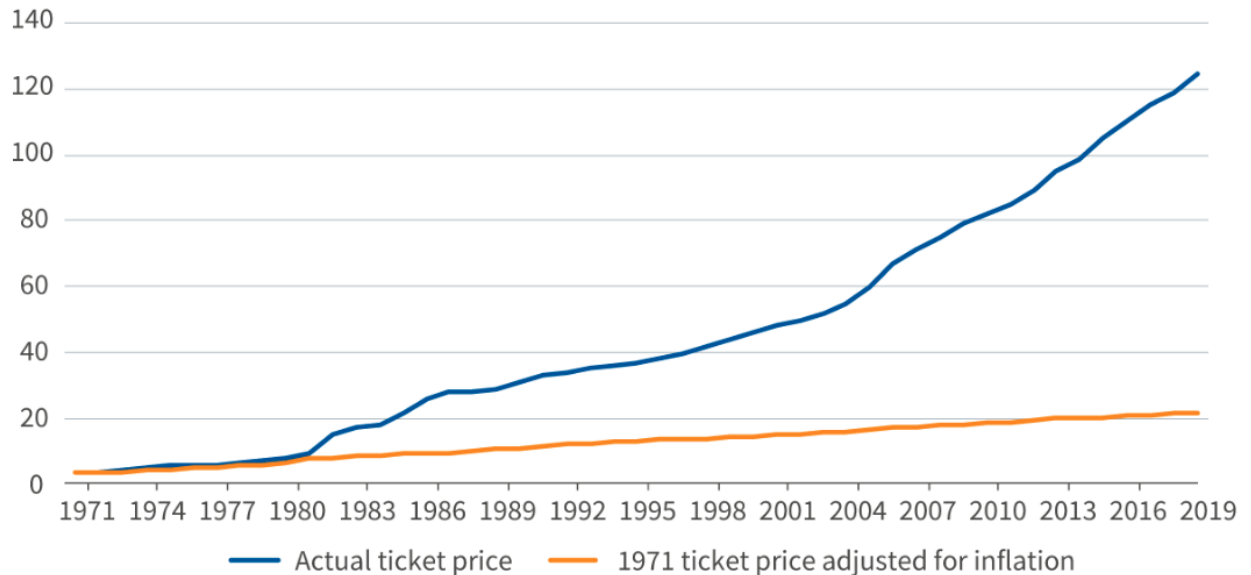
Una ventaja competitiva sostenible contiene siempre factores que son muy difíciles de copiar por parte de la competencia. La fortaleza de una marca, por ejemplo, es algo muy difícil de construir pero también muy difícil de copiar porque depende no solo de que la empresa sea capaz de comunicar exitosamente los valores que desea que sus clientes asocien con la marca sino que depende además de las valoraciones subjetivas que los clientes realicen sobre ella, lo cual es imposible de controlar pero también de copiar.

¿Posee la empresa la capacidad de aumentar los precios sin perder clientes?

El mejor indicador de que una empresa efectivamente tiene una ventaja competitiva sólida y duradera es su capacidad para incrementar el precio de sus productos/servicios sin perder clientes. Esto es habitualmente conocido como ‘poder de fijación de precios’.

Por ejemplo: una empresa que ostenta ventajas competitivas muy fuertes es Disney gracias a todas las licencias que posee. Esto se ve reflejado en la gran capacidad que ha tenido la empresa a lo largo de los años para elevar los precios de los tickets de sus parques muy por encima de la inflación, tal como lo muestra el gráfico que se encuentra a continuación (el periodo mostrado es 1971-2018):

Price of a single ticket to Disney World



Source: Bureau of Labor Statistics, GoBankingRates, 2020

En contraste, las empresas con productos o servicios ‘commoditizados’ como, por ejemplo, los productores de acero y los bancos, carecen de la capacidad para imponerles precios a sus clientes. De hecho, en la mayoría de los casos, las empresas de ese tipo se ven obligadas a disminuir sus precios con el objetivo de aumentar (o evitar perder) la demanda por sus productos/servicios y como, en última instancia, el precio termina siendo establecido por los consumidores que son quienes tienen más poder en ese tipo de industrias, las empresas que pertenecen a ellas terminan siendo meramente ‘aceptadoras’ de los precios establecidos por el mercado en lugar de ser las ‘fijadoras’.

Características comunes de las empresas con poder de fijación de precios

Las empresas que tienen la capacidad de imponerles precios a sus clientes tienen a menudo varias características en común:

- **Tienen habitualmente altas tasas de retención de clientes:** Cuando una empresa es capaz de tener un alto porcentaje de clientes recurrentes gracias a las fuertes ventajas competitivas que posee, esto suele ser a su vez acompañado con poder de fijación de precios, también conocido como “baja sensibilidad de los clientes de la empresa a sus precios”. Por el contrario, aquellas empresas que están constantemente luchando para conseguir clientes no se encuentran ciertamente en una posición favorable para aumentar sus precios sino, más bien, todo lo contrario ya que típicamente se ven obligadas a disminuir sus precios con el objetivo de atraer (o no perder) clientes.

- **Baja sensibilidad a los precios:** Para determinar qué tan sensible es un cliente a los precios de los productos/servicios de una empresa es necesario determinar aproximadamente qué porcentaje de su presupuesto gasta en adquirirlos ya que, cuanto mayor es el porcentaje que el cliente gasta en ellos es más probable que sea sensible a los precios y esto puede impedirle a la empresa subirlos sin arriesgarse a perderlo.
- **Los clientes tienen modelos de negocio rentables:** Si los clientes de la empresa tienen mucho dinero en la caja o modelos de negocio muy rentables tendrán una menor sensibilidad a los precios impuestos por la empresa. Esto será así mientras el dinero que gastan en los productos/servicios de la empresa no represente una gran parte de su presupuesto total. Si la rentabilidad de los clientes es baja, eso los pone bajo la presión de intentar mantener sus costos lo más bajos posible así que será poco probable que tengan incentivos para continuar comprando los productos/servicios de la empresa si esta eleva sus precios.
- **Productos/Servicios de alta calidad:** En numerosas ocasiones, la calidad del producto/servicio es más importante para los clientes que el precio a pagar. Cuantos más beneficios (ya sean estos tangibles o intangibles) los clientes perciban en el producto/servicio de la empresa, menos sensibles serán a sus aumentos de precio. Un concepto abstracto como la ‘calidad’ tiene una parte que se considera ‘objetiva’ pero también otra que es ‘subjetiva’ y que depende de los clientes así que, para determinar si la empresa cuenta efectivamente con un producto/servicio considerado como ‘de alta calidad’, es necesario evaluar lo que demandan de él los clientes y en qué medida este es capaz de cumplir con dichas demandas.

¿El poder de fijación de precios es sostenible en el tiempo o es más bien temporal?

Es muy importante asegurarse de que los incrementos de precio que pueden experimentar en algún momento los productos/servicios de una empresa no son el resultado de condiciones temporalmente favorables.

Por ejemplo: Las empresas productoras de commodities, como las petroleras, se ven favorecidas por los contextos en los que el precio del petróleo se eleva como resultado de una demanda que supera a la oferta, pero estos incrementos tienden a ser siempre temporales hasta que la oferta se eleva lo suficiente como para alcanzar a la demanda. Algo similar ocurre en aquellas empresas que ofrecen productos o servicios que, como resultado de diferentes factores, se han ‘commoditizado’ de tal manera que no existe una gran diferencia entre la propuesta de valor que ofrecen cada una de las empresas que compiten en esa industria. Como resultado de esto es importante que, al notar que la empresa que se está analizando ha aumentado los precios y no ha perdido clientes, se verifique si dicho aumento fue el resultado de condiciones favorables temporales, el contexto económico (inflación) o si realmente tuvo su origen en ventajas competitivas sostenibles en el tiempo.

¿Dónde encontrar información acerca del poder de fijación de precios de una empresa?

La información acerca del poder de fijación de precios de una empresa (si es que lo tiene) puede encontrarse en las siguientes fuentes:

- El ítem denominado “Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations” de los reportes anuales y trimestrales de la empresa (en los reportes de empresas radicadas fuera de EEUU este ítem puede tener diferentes nombres como, por ejemplo, “Operating and financial review and prospects”. Generalmente es el ítem que le sigue a la descripción del negocio).
- Evolución histórica de métricas operativas como el crecimiento porcentual de los ingresos y los márgenes de rentabilidad bruta y operativa. En caso de que los informes trimestrales y/o anuales publiquen la cantidad de clientes que la empresa tuvo en el periodo, resulta muy útil analizar la evolución de los ingresos por cliente y de las ganancias operativas por cliente.
- Presentación para inversores (investor presentations), conference calls, carta anual del CEO. Toda esa información se encuentra disponible en la web de relaciones con el inversor de la empresa.
- Comparación del precio de los productos/servicios de la empresa con respecto a sus competidores.

Para determinar si la empresa posee poder de fijación de precios es recomendable comenzar leyendo el ítem denominado “Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations” de los reportes anuales y trimestrales de la empresa, haciendo foco especialmente en la justificación que haga la gerencia de la evolución que han tenido los márgenes de rentabilidad bruta. Para realizar un análisis completo se recomienda leer no solo el último reporte trimestral o anual de la empresa sino también los reportes de los últimos 5 a 10 años para, de esa manera, conocer la evolución histórica que han tenido las métricas operativas junto a la justificación que ha brindado en cada momento la gerencia de dicha evolución. Por ejemplo: En el 10-K del año 2004, los gerentes de la empresa Compass Minerals International dedicada a la producción de sal dijeron que “El incremento en las ganancias brutas refleja principalmente el impacto *una mejora en los precios y el volumen*”.

Así como es muy importante determinar si las mejoras en los márgenes brutos de la empresa son el resultado de incrementos de precios, es igualmente importante que, en caso de detectar poder de fijación de precios, se determine si el incremento en los precios tiene fundamentos para ser duradero o solo temporal. Siguiendo con el ejemplo de Compass Minerals International, los reportes trimestrales y anuales de la empresa permiten confirmar que los incrementos de precios han sido duraderos ya que aparecen de manera regular en los reportes anuales a lo largo de varios años seguidos.

Finalmente, debe verificarse si los incrementos de precios han podido ser traducidos en un crecimiento del resultado operativo de la empresa o si han sido utilizados para compensar

incrementos en los costos. Para realizar esto debe compararse la evolución del margen de rentabilidad bruta con la del margen de rentabilidad operativa a lo largo de un periodo de al menos 5 años. Si el margen de rentabilidad operativa cae mientras el margen bruto se incrementa, es posible que los gastos operativos estén creciendo más rápidamente que los incrementos de precios.

Otro método para identificar poder de fijación de precios en una empresa es analizar la evolución de su margen de rentabilidad operativa a lo largo de, por lo menos, 5 años. Por ejemplo: En el ítem denominado “Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations” de todos sus 10-K, Western Unión reporta el número de transacciones realizadas cada año en el segmento ‘consumidor a consumidor’ (consumer-to-consumer segment) y el ingreso operativo que ese segmento de negocio le genera, junto a otros indicadores que permiten evaluar su desempeño en el año. Basta simplemente con dividir el ingreso operativo del segmento por el número de transacciones para obtener el ingreso operativo promedio que obtiene la empresa por cada transacción realizada así que, con solo realizar el mismo cálculo para los 10-K de diferentes años, es posible evaluar la evolución de esta métrica que permite verificar si la empresa posee efectivamente poder de fijación de precios. En el caso de Western Unión, el ingreso operativo por transacción en el año 2020, según lo que revela su 10-K, fue de u\$s 3,18 mientras que en 2010 esa misma métrica decía que el ingreso operativo por transacción era de u\$s 5,82 así que la tendencia bajista del ingreso operativo por transacción parece indicar que la empresa no cuenta con poder de fijación de precios o que, si es que contaba con él, lo está perdiendo. De hecho, en el mismo ítem del 10-K del año 2010 la empresa ya anunciaba que, aunque el número de transacciones aumentaba, sus precios disminuían (seguramente para mantener la competitividad) así que no era difícil concluir que la empresa carecía (o iba en camino a carecer) de poder de fijación de precios.

Además del reporte anual denominado 10-K, que las empresas cotizantes en bolsa presentan ante la SEC, existe otro reporte anual que también se encuentra en la web de relaciones con el inversor de la empresa y que está dirigido principalmente a inversores y público en general, con un formato más ameno y menos tecnicismos legales que el 10-K. Ese reporte, que las empresas cotizantes tienen la costumbre de publicar cada año, es también una fuente muy importante de información acerca de ellas, no solo en cuanto a la capacidad que pueden tener para fijarle precios a sus clientes sino además sobre todos los tipos de ventajas competitivas que pueden llegar a tener. Por ejemplo: En el reporte anual de Host Hotels & Resorts, el REIT más grande de alojamiento fuera del hogar, la empresa informa regularmente su RevPAR (Average Daily Revenue Per Available Room o ingreso diario promedio por habitación disponible) comparado con el de sus principales competidores para, de esa manera, mostrar que, al ser notablemente superior, la empresa cuenta con poder de fijación de precios con respecto a sus clientes.

En los reportes publicados por las empresas cotizantes generalmente se informan los “Key Performance Indicators” (indicadores clave de rendimiento), los cuales son una gran fuente de información sobre la marcha de la industria y el negocio de la empresa, razón por la cual es sumamente recomendable que, al estudiar los reportes anuales de una empresa y sus SEC

Fillings, se ponga especial atención en conocer cuáles son sus “Key Performance Indicators” y de qué manera estos han evolucionado durante los últimos 5 años. De ser posible, sería también muy útil para el análisis de la compañía realizar una comparación de la evolución de sus key performance indicators durante los últimos 5 años con respecto a los mismos indicadores de sus principales competidores.

Fuentes adicionales de información que también se encuentran en la web de relaciones con el inversor y que permiten a quien esté analizando la empresa determinar si esta posee poder de fijación de precios y ventajas competitivas son las siguientes:

- Las presentaciones para inversores, que cuentan la historia de la compañía y explican su modelo de negocio, su mercado potencial, sus competidores, clientes potenciales, alianzas comerciales, situación financiera y equipo directivo.
- Las conference calls, que se realizan cada tres meses, inmediatamente después de la presentación de los estados financieros de la empresa y cuya transcripción en texto se publica poco tiempo después de su finalización.

En la mayoría de los casos, si una empresa tiene productos/servicios que cuentan con poder de fijación de precios lo informará de alguna manera en sus reportes anuales así que, si se está analizando una empresa que no informa en sus reportes anuales sobre aumentos de precios de sus productos/servicios que haya realizado durante el último año, es entonces probable que la empresa no cuente con poder de fijación de precios. Se recomienda buscar incrementos de precios en productos/servicios de la empresa pero dentro del contexto de otros indicadores que también rebelan si existe poder de fijación de precios, como pueden ser las tendencias en las ganancias operativas por cliente (en caso de que la empresa informe la cantidad de clientes que tuvo en el trimestre o el año), precios que subieron más de lo que se incrementaron los costos e incrementos de precios que vienen produciéndose a lo largo de varios años consecutivos.

¿El poder de fijación de precios de la empresa se extiende a través de todos sus negocios o solo existe en productos/servicios específicos?

El poder de fijación de precios le permite a la empresa proteger los ingresos provenientes de sus productos o servicios; en algunos casos, ese poder se manifiesta en todos los productos/servicios de la empresa mientras que, en otros casos, solo aplica a productos/servicios puntuales. Por ejemplo: la industria aeronáutica comercial es extremadamente competitiva por lo que los precios se fijan principalmente en base a la oferta y demanda ya que el servicio que prestan las aerolíneas está bastante ‘commoditizado’. Esto provoca que las empresas carezcan de poder de fijación de precios en las rutas más ofrecidas pero, de la misma manera, les otorga poder de fijación de precios a las aerolíneas en aquellas rutas donde no tienen mucha competencia. Como resultado de esto, los precios de los pasajes de avión se fijan en base a la competencia que tengan las aerolíneas en cada

ruta en lugar de hacerlo en base a la extensión que cada ruta tenga así que, no es inusual encontrar casos en los que un pasaje de avión desde Austin, Texas hasta Corpus Christi, Texas (322 km) tiene un precio más elevado que un pasaje en la misma aerolínea desde New York hasta Los Ángeles (4.828 km) ya que existe una competencia mucho más abundante en la segunda ruta que en la primera. Cuanta más competencia de diferentes aerolíneas exista en una determinada ruta, menor será el poder de fijación de precios que estas tendrán para dicha ruta; es decir que allí serán principalmente ‘aceptadoras’ de los precios fijados por el mercado (oferta y demanda) en lugar de ser las ‘fijadoras’ de los precios que sus clientes no tendrán más remedio que aceptar si quieren viajar.

La tecnología crea transparencia de precios

Los avances tecnológicos han afectado las posibilidades que tienen las empresas para incrementar precios sin perder clientes. Internet, por ejemplo, fue una gran disrupción tecnológica que ayudó muchísimo a la transparencia de precios ya que, en el pasado, había empresas que eran capaces de mantener sus precios altos gracias a que les resultaba difícil a los consumidores realizar comparaciones pero, con la llegada de internet, la comparación de precios se tornó muy sencilla así que esa fuente de poder de fijación de precios desapareció como consecuencia de que los clientes de esas empresas se volvieron mucho más sensibles a los precios al tener formas rápidas, gratuitas y efectivas de compararlos.

¿Pertenece la empresa a una industria cuyos drivers son favorables para el contexto que está atravesando el mercado financiero, la economía y la política?

Invertir en la industria correcta es sumamente importante debido a que los rendimientos que obtienen las acciones a lo largo del tiempo se explican no solo por el comportamiento que muestre la empresa en particular sino, principalmente, por lo que sucede a nivel general con los drivers de la industria y el sector al que esta pertenece.

Comparar la dispersión que tienen los valores del Rendimiento sobre el Capital Invertido

El rendimiento sobre el capital invertido (ROIC por sus siglas en inglés)²⁹ es un ratio que permite evaluar lo efectiva que ha sido la asignación de capital por parte de la gerencia en base al

²⁹ Una de las fórmulas que se utilizan para calcularlo es: $[\text{Resultado Operativo}_t \times (1 - \text{tasa impositiva marginal}_t)] / (\text{Deuda de corto y largo plazo}_{t-1} + \text{Equity}_{t-1} - \text{Caja e inversiones}_{t-1})$

rendimiento que han tenido las inversiones; dicho de otra manera, permite medir la rentabilidad que ha tenido cada unidad monetaria que ha sido invertida en el negocio.

Comparar los ROIC actuales de las principales empresas de una industria puede brindar información acerca de lo sencillo o difícil que es ganar dinero en ella. Si los drivers de la industria facilitan la obtención de rentabilidades positivas se notará que la gran mayoría de las empresas que la integran está obteniendo un ROIC positivo, que no hay una dispersión muy amplia entre los valores de los ROIC de las diferentes empresas y que cabe la posibilidad de que haya una o un puñado de empresas que estén obteniendo ROICs más altos que el promedio gracias a haber forjado ventajas competitivas. Por el contrario, si hay también una baja dispersión entre los valores de los ROIC de las principales compañías de una industria pero con algunas empresas obteniendo ROIC positivos mientras que otras obtienen rendimientos negativos, esa puede ser una señal de que la industria es muy competitiva, que existe poca diferenciación entre las propuestas de valor de las diferentes empresas (productos/servicios commoditizados) y que por lo tanto, le resultará difícil al analista encontrar una empresa que ostente ventajas competitivas sostenibles a largo plazo. Las industrias en las que se observa una gran dispersión de valores en los ROICs de sus principales exponentes suelen caracterizarse por ser industrias emergentes y/o por estar experimentando un periodo de crecimiento estructural ya que no es habitual ver ese contexto de ROICs en industrias maduras.

Por ejemplo: La industria farmacéutica, con productos y servicios de alto valor y ventajas competitivas que protegen los ingresos de las empresas, tiene ROIC bastante altos con poca dispersión entre las empresas que obtienen los rendimientos más altos y los más bajos. Por el contrario, las empresas petroleras obtienen bajos ROICs a la vez que se nota una alta volatilidad entre los rendimientos obtenidos por las diferentes empresas en diferentes periodos, todo eso como resultado de lo competitiva que es dicha industria y las pocas o nulas ventajas competitivas con las que cuentan las empresas petroleras para defender sus ingresos. El contraste entre lo que sucede con los ROIC de estas industrias indica que, a nivel agregado, le resulta más difícil obtener rentabilidades positivas a una empresa que se encuentra en la industria petrolera que a una que integra la industria farmacéutica y, por lo tanto, la volatilidad que experimentan en el mercado las acciones de las empresas petroleras resulta ser, en promedio, superior a la que la experimentada por las acciones de empresas farmacéuticas. Una de las principales consecuencias que tiene esto para los inversores es que esas características generan los incentivos para que un inversor esté dispuesto a pagar por una empresa farmacéutica valuaciones más altas que las que pagaría para invertir en una empresa petrolera ya que las ganancias de la empresa farmacéutica son más estables en el tiempo y tienen mayores probabilidades de crecer de manera secular gracias a las ventajas competitivas que suelen tener estas empresas mientras que las ganancias de las empresas petroleras son mucho más volátiles y no cuentan con ventajas competitivas que las protejan de la competencia así que, a modo de cobertura de riesgo, lo sensato es que un inversor esté dispuesto a pagar valuaciones muchos más bajas para acceder a las ganancias de una empresa petrolera que las que pagaría para tener derecho a las ganancias de una empresa farmacéutica.

Para adquirir un mejor entendimiento acerca de lo favorable o desfavorable que es el estado actual de los drivers de una industria, resulta útil realizar una comparación de ratios de rentabilidad (ROIC, ROA, ROE, P/FCF, margen operativo) y solvencia (Deuda total / Equity, Deuda total / Activos, EBIT / Intereses pagados) entre un pequeño grupo formado por las empresas cuyas acciones obtuvieron los mejores rendimientos durante el último año con un pequeño grupo formado por empresas de la misma industria cuyas acciones obtuvieron los rendimientos más bajos. Esta comparación entre extremos dentro de la misma industria puede resultar muy útil para identificar a qué drivers de esta son más sensibles las empresas que la componen, además de que fomenta el análisis de otras compañías que tal vez el inversor no conoce y que pueden terminar resultándole interesantes.

Encontrar las industrias correctas para invertir es más importante que encontrar las empresas correctas

Una inversión en una empresa mediocre que pertenece a una industria que está en expansión tiene serias chances de brindarle al inversor rendimientos superiores a los que otorgan las inversiones en buenas empresas que pertenecen a industrias que están estancadas o en declive ya que, por una mera cuestión estadística, el crecimiento y la rentabilidad de las empresas eventualmente convergen al promedio de la industria, y evidentemente no es lo mismo pertenecer a una industria cuyos ingresos crecen al 3% anual que a una que crece a ritmos de dos dígitos.

En el método Top-Down, lo ideal es realizar un análisis profundo de los sectores e industrias que los drivers de más alto nivel señalan como los y las que cuentan con los mejores drivers para el contexto actual; dicho análisis debe estar enfocado en el estado de sus principales drivers para luego pasar al análisis de las empresas particulares de las industrias que ostenten los mejores drivers pero, ¿Qué es conveniente hacer cuando no se conoce nada acerca de una industria y tampoco se cuenta con información sobre cuáles son sus principales drivers o sus principales características? En ese caso no queda otra más que hacer un análisis inductivo aprovechando que, en última instancia, una industria no es más que un conjunto de empresas que se relacionan entre sí por el hecho de formar parte de la cadena de valor de productos o servicios con características similares. Esto quiere decir que, partiendo del análisis de empresas concretas que integran una industria se puede inferir, a partir de ellas, cuáles son los principales drivers y características que tiene la industria que integran. La manera más directa de realizar este análisis sería la de:

1. Armar una muestra de empresas ‘representativas’ de la industria. Generalmente conviene analizar las que tienen las capitalizaciones de mercado más altas.
2. Obtener los reportes anuales y trimestrales, conocidos como ‘SEC filings’, que se encuentran en la web de relaciones con el inversor de cada empresa, aunque también resulta muy útil obtener el informe/memoria anual y las presentaciones para inversores que se encuentran en la misma web.

3. Mediante el estudio del Ítem que describe de manera detallada el negocio de la empresa en el 10-K, 10-Q (o 20-F, 6-K, 40-F si es una empresa radicada fuera de EEUU), se busca toda aquella información que no se refiere específicamente a la empresa en particular sino a la industria en general. Gracias al análisis del negocio de las principales empresas exponentes de una industria el inversor debería ser capaz obtener de allí las principales características y drivers que, en general, afectan a los ingresos, márgenes de rentabilidad y ganancias de las empresas que la componen ya que, cuando una característica, métrica, ratio o driver aparece mencionado en la descripción del negocio de más de una empresa de la misma industria, esa es una señal clara de que se está en presencia de algo que no atañe a una sola empresa concreta sino más bien a la industria de manera transversal. Se recomienda además que el analista intente recrear la cadena de valor de la industria y analice al menos una empresa representativa de cada parte de la misma para, de esa manera, obtener un panorama completo del funcionamiento de la industria y detectar cuáles son los drivers que más efecto tienen sobre los fundamentos de sus empresas.

¿Cómo ha evolucionado la industria a lo largo del tiempo?

Entender la manera en la que una industria ha evolucionado a lo largo del tiempo le sirve al inversor para conocer el contexto competitivo actual que está atravesando, la manera en la que las empresas, a nivel general, desarrollan sus actividades y el estado actual de las fuerzas competitivas de Porter que le dan forma. El estudio de una industria, a nivel general, permite detectar aquellos factores y ‘fuerzas’ que no resultan evidentes al analizar tan solo una empresa integrante de la misma.

Para entender una industria en profundidad resulta conveniente estudiar su evolución durante un largo periodo de tiempo (al menos 10 años) prestando especial atención a las disrupciones que ocurrieron en ella y los cambios que sufrió su entorno competitivo (para esto último es útil realizar un ranking de las 10 empresas con la mayor capitalización de mercado de la industria y ver de qué manera dicho ranking cambió a lo largo del periodo de tiempo que se está estudiando. ¿Qué hicieron bien las empresas que alcanzaron los primeros puestos y qué hicieron mal las que ocupaban primeros puestos y fueron desplazadas?). Los periodos de tiempo a estudiar deben ser lo suficientemente prolongados como para que, gracias a eso, se detecten drivers que puede que no sean evidentes cuando se analizan periodos de tiempo demasiado cortos.

Algunas preguntas importantes a responder mediante el estudio de la historia de una industria a través de sus empresas más representativas son:

- ¿Cómo se han comportado los márgenes de rentabilidad bruta y operativa? ¿Cuál es la razón por la que evolucionaron de esa manera?
- ¿Ha habido cambios en las maneras de cobrar por los productos/servicios? De ser así, ¿Cuáles son y cómo surgieron?

- ¿La industria tiende a la fragmentación en varias empresas, a la concentración en pocas o el entorno competitivo se ha mantenido relativamente estable en el tiempo?
- ¿Han habido fusiones o adquisiciones por parte de las empresas más grandes de la industria?
- ¿Ha habido alguna disrupción tecnológica que cambió el comportamiento de la industria de alguna manera?
- ¿Cuál es la estructura del capital habitual observada en las principales empresas de la industria? ¿Ha sido siempre así o ha cambiado a lo largo del tiempo?
- ¿De qué manera se financian habitualmente las empresas de esta industria (Bancos, bonos corporativos, emisión de acciones)?
- ¿Cómo han evolucionado a lo largo del tiempo las fuerzas competitivas de Porter (Amenazas de nuevos competidores, poder de negociación de los proveedores, poder de negociación de los clientes, amenazas de productos o servicios sustitutos y rivalidad entre los actuales competidores)?
 - ¿Cuáles son las barreras de entrada que deben superar los nuevos competidores que deseen entrar a la industria? ¿Se han fortalecido o debilitado con el paso del tiempo?
 - ¿Existen regulaciones gubernamentales que impiden o limitan la entrada de nuevos competidores?
 - ¿Qué tan intensiva en requerimientos de capital físico y humano es la industria? La alta intensidad en capital físico y la necesidad de contar con mano de obra muy calificada constituyen altas barreras de entrada para las industrias.
 - ¿Los productos/servicios de esta industria generan en sus clientes altos costos por cambiarse a la competencia? Estos costos pueden ser medidos en dinero, tiempo o esfuerzo en capacitación.
 - ¿Fomentan los productos/servicios de esta industria la lealtad a las marcas?
 - ¿Podrían las empresas que pertenecen a otras industrias aprovechar sus capacidades existentes y sus flujos de caja obtenidos en otros mercados para ‘apalancarse’ en ellos e ingresar a esta industria con un fuerte ‘viento de cola inicial’ o todas deben comenzar a construir una base de clientes casi desde cero?
 - ¿Son los proveedores de las empresas de esta industria más poderosos y rentables que ellas? ¿Pueden las empresas reemplazar fácilmente a sus proveedores actuales? ¿Existen productos sustitutos a los que les venden sus proveedores?
 - ¿Tienen las empresas de esta industria opciones para cambiar de proveedor a un costo razonable? ¿Son sus propios proveedores una amenaza para competir en su propio mercado?
 - ¿Pueden los clientes optar por consumir otros bienes o servicios sustitutos para satisfacer la misma necesidad? ¿Pueden hacerlo asumiendo bajos costos de cambio?
 - ¿Son los clientes de las empresas de esta industria sensibles al precio?
 - ¿Tienen los clientes poder de negociación como para exigir un alto valor por un bajo costo? ¿Tienen las empresas sus ingresos concentrados en pocos clientes que, por lo tanto, tienen poder para negociarles el precio de lo que les compran?

- ¿Los productos/servicios de esta industria tienen características difíciles de copiar o a lo largo del tiempo se han ‘commoditizado’? Si una industria tiende a la ‘commoditización’, las empresas tenderán a tener bajos márgenes de rentabilidad y por lo tanto, deberán gastar cada vez más dinero en marketing porque la competencia será cada vez más agresiva al no existir ventajas competitivas fuertes que les permitan a las empresas proteger sus ganancias de los competidores.
- ¿Existe una gran rivalidad entre los competidores existentes de la industria? ¿Cómo ha ido modificándose el entorno competitivo de esta industria con el paso del tiempo?
- ¿Ha provocado la competencia entre las empresas una ‘guerra de precios’ en algún momento? Cuando las empresas utilizan fuertes rebajas de precios para competir, se corre el riesgo de que la intensidad de la competición sea tan fuerte y que se prolongue durante tanto tiempo que los márgenes de rentabilidad terminen cayendo lo suficiente como para provocar no solo que haya empresas que terminen teniendo con rentabilidades negativas sino que incluso haya algunas que terminen quebrando.

Una gran fuente de información acerca de los drivers de las diferentes industrias y la manera en la que han evolucionado a través del tiempo son las *Industry Surveys* de la agencia Standard & Poor’s. Dentro de sus reportes de cada industria existe una sección denominada ‘How to analyze’ que explica de qué manera hay que analizarla, así que son una excelente fuente de conocimiento para llevar a cabo este cometido aunque, desafortunadamente, no son gratuitas y generalmente accesibles solo desde universidades y bibliotecas.

✓ A continuación se encuentra una checklist (en absoluto exhaustiva) de preguntas que deberían ser respondidas cuando se están analizando las ventajas competitivas de una empresa:

- ☐ ¿En qué etapa del ciclo de vida competitivo está la empresa?
- ☐ ¿Está la empresa en este momento obteniendo un ROIC superior a su WACC?
- ☐ ¿El ROIC de los negocios de la empresa está incrementándose, disminuyendo o permanece igual? ¿Por qué?
- ☐ ¿Cuál es la tendencia en las inversiones de capital y el gasto en investigación y desarrollo de la empresa?
- ☐ ¿El análisis de la cadena de valor de la empresa revela actividades que esta realiza de manera diferente que sus competidores?
- ☐ ¿Tiene la empresa ventajas en sus métodos de producción?
- ☐ ¿Hay inestabilidades en la estructura que tienen los negocios de la empresa?
- ☐ ¿Son los negocios de la empresa complejos, al punto de requerir conocimientos muy especializados (know-how) difíciles de replicar?
- ☐ ¿Cómo varían los costos de la empresa en relación a los ingresos?

- ☐ ¿Tiene la empresa patentes, derechos de autor, marcas registradas o licencias?
- ☐ ¿Es la empresa capaz de lograr economías de escala?
- ☐ ¿A qué escala la empresa es capaz de distribuir sus productos/servicios?
- ☐ ¿Los activos e ingresos de la empresa están agrupados o dispersos geográficamente?
- ☐ ¿Le resulta posible a la empresa obtener ventajas de sus proveedores comprando en grandes cantidades?
- ☐ ¿Tiene la empresa formas de diferenciar sus productos/servicios de su competencia?
- ☐ ¿Qué características de los productos/servicios de la empresa son más valorados por los clientes?
- ☐ ¿Cuál es la fuente y la perdurabilidad del valor que la empresa crea para sus accionistas (es decir, las causas para que la empresa obtenga un ROIC superior a su WACC)?
- ☐ ¿Existen razones externas a la empresa que dan origen al valor que esta crea para sus accionistas (subsídios, aranceles, cuotas o regulaciones gubernamentales)?

¿Cómo es el entorno competitivo de la industria y qué tan intensa es la competencia?

Es posible entender la manera en la que compiten las empresas de una industria al intentar responder a las siguientes preguntas:

- ¿Tienen las empresas de esta industria competencia limitada? De ser así, ¿Qué es lo que origina la limitación?
- ¿La industria se caracteriza por cambiar de manera frecuente?
- ¿Cuáles son las estrategias que utilizan con más frecuencia las empresas de la industria para competir con las demás? ¿Podrían esas formas de competir cambiar de alguna manera en el futuro?
- ¿Qué tan agresiva es la competencia entre las empresas? ¿Están las empresas de la industria dispuestas a soportar rentabilidades negativas durante periodos de tiempo prolongados con el objetivo de ganar cuota de mercado y desplazar a la competencia?
- ¿Qué riesgos enfrentan las empresas de parte de productos/servicios sustitutos a los suyos?
- ¿Puede impactar de alguna manera a las empresas de la industria la competencia ‘low-cost’ proveniente de países emergentes?
- ¿Cuál es la empresa (o las empresas) que establece lo que se consideraría como el ‘estándar’ de la industria en términos de calidad y prestaciones?
- ¿Cuáles son las razones más habituales por las que las empresas de esta industria entran en bancarrota?

¿Enfrentan las empresas de esta industria una competencia limitada?

La competencia no suele ser un catalizador de creación de valor en las empresas ya que, generalmente, más competencia significa que los clientes tienen más alternativas a su disposición y eso frecuentemente se traduce en menores márgenes de rentabilidad para las empresas que compiten por ellos. Sumado a eso, una empresa con poca y/o limitada competencia suele ser más fácil de analizar que aquellas que tienen muchos competidores.

Para comenzar con la evaluación del entorno competitivo de una empresa conviene estudiar la sección de los 10-K y 10-Q (20-F y 6-K) referente a la competencia. Si en esa sección la empresa nombra específicamente quiénes son sus competidores, esa es una señal de que enfrenta una competencia limitada mientras que, por el contrario, en las industrias muy competitivas las empresas no se molestarán en listar los nombres de sus competidores sino que simplemente se limitarán a decir que enfrentan mucha competencia o que la industria se encuentra muy fragmentada, aunque aun así, es posible que brinden datos importantes con respecto a la manera en la que está compuesto el entorno competitivo de la industria en ese momento.

¿Cambia la industria de manera frecuente?

Si una industria está cambiando de manera acelerada, eso provoca que resulte más complicado poder evaluar la posición competitiva de cualquier empresa que se esté analizando. Por ejemplo, el sector tecnológico, al estar compuesto por industrias que se encuentran en constante cambio, es un gran exponente de empresas que gozan de ventajas competitivas que aparentan ser fuertes pero que, dada la dinámica de cambios que experimenta el sector, al poco tiempo queda en evidencia que, en realidad, eran débiles al ser superadas por la competencia que irrumpe en el mercado con una innovación y les quita clientes e ingresos.

El análisis de empresas que se desenvuelven en industrias que se encuentran en contextos de cambio acelerado conviene ser abordado desde la perspectiva del cliente así que será necesario ponerse en el rol de cliente, repasando todo lo visto en pasos anteriores para determinar si la relación entre la empresa y sus clientes le brinda ventajas competitivas sostenibles en el tiempo pero, además, en estos casos resulta también muy útil entrevistar a clientes de la empresa o conocer de alguna manera su opinión acerca de la misma para, en base a eso, determinar si están considerando cambiarse a la competencia o si la empresa ha logrado de alguna manera fidelizarlos.

¿Cómo compiten las empresas dentro de la industria? ¿Cómo podrían esas formas de competir cambiar en el futuro?

La competencia entre las empresas puede estar basada en capital físico o humano, servicios ofrecidos o precio así que es muy importante determinar en qué está basada la competencia de las

empresas en este momento y si esa dinámica puede cambiar en el futuro ya que, de ser así, será necesario plantear diferentes escenarios futuros para la industria y estimar cuál será el desempeño más probable que puede tener en cada uno de ellos la empresa que se está estudiando. Para eso será necesario analizar de manera independiente los siguientes factores:

- **Competencia basada en capital:** En estos casos, la ventaja competitiva está en las empresas que se encuentran mejor financiadas o tienen fácil acceso a financiación, ya sea bancaria o a través del mercado de capitales.
- **Competencia basada en servicios:** En estos casos, las empresas cuya cultura empresarial está más fuertemente focalizada en el servicio al cliente son las que tienen mayores ventajas competitivas. Como consecuencia de esto, debe ponerse especial atención en entender las razones por las que unas empresas tienen mejores servicios a clientes que otras y si esa situación puede cambiar en el futuro. Por ejemplo: Si un nuevo equipo gerencial se hace cargo de una empresa que tiene un servicio al cliente muy pobre y logran darle la vuelta tornándolo en un servicio de buena calidad, eso podría propiciar una mejora de tal magnitud en los fundamentos de la empresa que hasta podría quitarle cuota de mercado a las principales empresas del mercado.
- **Competencia basada en precios:** En estos casos, las empresas se enfrentan a un contexto que les dificulta el incremento de sus márgenes de rentabilidad bruta y operativa, lo cual además se traduce en una mayor dificultad para obtener ganancias ya que, al no poder incrementar los precios, el incremento de los márgenes de rentabilidad de las empresas tiene que venir necesariamente de una reducción de costos, la cual se torna cada vez más difícil a medida que se avanza con los recortes.
- **Competencia basada en la copia:** Es necesario ser muy cuidadoso al invertir en empresas cuyo equipo directivo intenta replicar el éxito que está teniendo un competidor con un producto innovador o con un segmento de negocios muy rentable. Siempre que una empresa intenta alcanzar a un competidor entrando en la misma línea de negocios en la que este último tiene la ventaja, está aumentando su nivel de riesgo operativo ya que la gerencia puede no conocer del todo las características del negocio en el que está ingresando a competir y los riesgos que este involucra, lo cual aumenta las probabilidades de que eventualmente termine destruyendo valor de los accionistas. Por esta razón es preferible invertir en empresas cuyos gerentes están mucho más pendientes de lo que hacen y necesitan sus clientes que de lo que hacen sus competidores.

¿Qué tan agresiva es la competencia entre las empresas?

El grado de competitividad de una industria depende de varios factores tales como el tamaño relativo que tengan los competidores entre ellos o si la industria está creciendo o ha llegado a la madurez. Si los competidores son numerosos y tienen tamaños similares, la competitividad en la industria será muy intensa y típicamente no habrá un líder claro. Por el contrario, en las industrias en

las que existen unas pocas empresas grandes controlando el mercado, estas cuentan con ventajas sobre las demás gracias a que su gran tamaño les permite ahorrar costos por economías de escala y eso a su vez les permite ofrecer precios más bajos; sumado a eso, tienen además poder de influencia tanto sobre los clientes como sobre sus proveedores y pueden destinar más dinero a la inversión en marketing y a desarrollar procesos de negocio más eficientes.

En industrias que están creciendo, la competencia es habitualmente menos intensa gracias a que las empresas pueden aumentar sus ingresos sin necesidad de quitarle cuota de mercado a la competencia. Por ejemplo: Supongamos que una industria genera anualmente ventas por valor de u\$s 10.000 millones y la empresa que se está analizando obtiene ingresos por u\$s 1.000 millones; esto quiere decir que tiene el 10% de la cuota de mercado de la industria. Si durante el siguiente año la industria genera ventas por u\$s 12.000 millones, eso quiere decir que tuvo un crecimiento estructural del 20% anual así que, la empresa que se está analizando podría obtener ingresos por u\$s 1.200 millones, que también le representaría un crecimiento del 20% anual y continuar manteniendo su cuota de mercado del 10% sin necesidad de haberle ‘quitado’ ingresos a sus competidores. En otras palabras, a pesar de que en la industria se mantuvo el ‘statu quo’, la empresa creció durante ese año gracias a que pertenece a una industria que está en crecimiento y, gracias a eso, no tuvo que adentrarse en una competencia agresiva para quitarle cuota de mercado a la competencia con el objetivo de aumentar sus ingresos.

Cuando el crecimiento de una industria comienza a desacelerarse o incluso se detiene, las empresas que la componen se ven obligadas a luchar entre sí para aumentar su cuota de mercado, quitándosela a la competencia, ya que no les queda otra manera dentro de esa industria para lograr aumentar sus ingresos. Este tipo de contextos puede derivar eventualmente en una ‘guerra de precios’ entre varias empresas que, aunque beneficia a los consumidores, destruye el valor de los accionistas. Por ejemplo: Cuando Roger Enrico se convirtió en el CEO de PepsiCo en 1996 inició una guerra de precios con Coca Cola que duró hasta 1998. En su intento por aumentar el volumen de unidades vendidas e incrementar su cuota de mercado bajó el precio de la botella de dos litros desde u\$s 1 a u\$s 0,59 y, por supuesto, Coca Cola la siguió. En lugar de competir mediante marketing, ambas empresas estaban compitiendo por precio y eso provocó que, cuando la ‘guerra de precios’ terminó, las cantidades vendidas por ambas compañías disminuyeron debido a que los consumidores, que ya se habían acostumbrado a los precios bajos, quedaron anclados mentalmente a ellos y se volvieron más sensibles a los aumentos, disminuyendo su consumo cuando estos ocurrieron.

En algunos casos extremos, las empresas competidoras llegan a la irracionalidad en su intento por competir con las demás, llevando incluso adelante estrategias que les provocan tener rentabilidades negativas durante un periodo de tiempo que puede terminar siendo extenso con el objetivo de ganarle cuota de mercado a sus competidores y desplazarlos del mercado por lo que, si se está analizando una empresa que está implementando una estrategia como esa, es importante determinar si la gerencia la considera como algo temporal o como parte de un plan perdurable a más largo plazo ya que, en caso de identificar cambios temporales en la manera en la que las empresas compiten

dentro de una industria, este tipo de situaciones pueden brindar a los inversores oportunidades para comprar buenas empresas que, como resultado de esa situación temporal, están atravesando un mal momento pero que, luego de que esa situación finalice, seguramente se recuperarán. Por ejemplo: En el año 2007, cuando Netflix aún no había lanzado al mercado su disruptiva plataforma de video en streaming y Blockbuster's era la empresa líder de su industria, esta última decidió lanzar al mercado un servicio de DVDs por email llamado 'total Access' para competir directamente con el principal segmento de negocio que Netflix tenía en ese momento. Para atraer a la mayor cantidad posible de clientes de Netflix, Blockbuster's decidió ofrecer su servicio a un precio muy por debajo del de su competidor y, en efecto, en un principio esa estrategia tuvo mucho éxito ya que el nuevo servicio acumuló rápidamente unos 2,2 millones de suscriptores mientras que Netflix perdía 50.000 suscriptores. Como resultado de eso, la acción de Netflix se desplomó en el mercado, llegando a cotizar a precios inferiores a los de su IPO, ocurrida en el año 2002 pero, sin embargo, si se analizaban detenidamente los estados financieros de Blockbuster's, era posible notar que la empresa estaba acumulando una gran cantidad de deuda y que estaba perdiendo dinero con sus tiendas, a lo cual había que sumarle el servicio 'total access' que también estaba perdiendo dinero como resultado de haber sido diseñado para, en un principio, ganar cuota de mercado y no para obtener ganancias inmediatas. Todo esto permitía concluir que la estrategia de Blockbuster no era sostenible en el tiempo y que, por lo tanto, en algún momento tendría que dejar de mantener sus precios por debajo de los de Netflix. Pasó el tiempo y cuando efectivamente Blockbuster's no pudo sostener más su estrategia teniendo que aumentar sus precios, perdió rápidamente la ventaja que tenía con respecto a Netflix y las acciones de esta empresa se multiplicaron por 10 para finales de 2010 mientras que las acciones de Blockbuster's cayeron a menos de u\$s 1 durante el mismo periodo de tiempo.

Existen algunas métricas que resultan útiles para monitorizar si una industria está volviéndose más competitiva, permitiendo de esa manera que el inversor note tempranamente que las futuras ganancias de las empresas que la componen pueden caer y provocar, como consecuencia de eso, una disminución del precio de sus acciones. La métrica más apropiada para monitorizar la competitividad de una industria consiste en dividir los costos totales (costo de bienes vendidos + costos administrativos³⁰) de la empresa que se esté analizando por la cantidad de clientes o transacciones que tuvo durante el periodo analizado³¹. Al analizar la evolución de los costos totales por cliente o los costos totales por transacción a lo largo de varios trimestres o años, el analista será capaz de determinar si ese ratio está incrementándose o disminuyendo para la empresa que está analizando, de tal manera de confirmar si la misma está enfrentándose a un contexto cuya competitividad está aumentando o disminuyendo. Si este análisis se expande hasta abarcar a las empresas más importantes de una industria, eso permite determinar si lo que se analizó para una

³⁰ Estos costos incluyen los costos por ventas, marketing y los puramente aplicados a la administración de la empresa (contables, legales, etc).

³¹ La cantidad de transacciones y/o clientes que la empresa tuvo durante un trimestre o año debería estar publicada en los informes trimestrales y anuales que las empresas presentan ante la SEC, aunque cabe la aclaración de que no todas las empresas publican habitualmente esos datos, en algunos casos porque no desean hacerlo y en otros porque las características de su negocio hacen que sea imposible obtener esa información.

empresa no es el resultado de su situación particular sino, más bien, la realidad de un contexto competitivo que afecta a la industria de manera transversal.

A medida que una industria se vuelve más competitiva, los costos de las empresas tienden a aumentar como resultado de que, ante la entrada de nuevos competidores o un incremento en la agresividad con la que los competidores actuales compiten para quitarles cuota de mercado a los demás, las empresas deben protegerse y, si no cuentan con ventajas competitivas fuertes, deben hacerlo, por ejemplo, mediante el incremento de su gasto en marketing, el reforzamiento de los servicios de atención y soporte al cliente o una mayor incentivación económica para sus vendedores. Dicho de otra manera, en industrias cuya competitividad está aumentando y las empresas no tienen fuertes ventajas competitivas para proteger sus ingresos de la competencia, los costos de adquisición y retención de clientes aumentan sin que las empresas puedan hacer mucho para evitarlo si es que quieren seguir en el negocio.

Una fuente adicional para obtener información acerca del contexto competitivo de una industria y de las razones por las que las empresas de una industria son más rentables que las de otras, consiste en la búsqueda y estudio de artículos que hablen acerca de la rentabilidad de diferentes industrias. En base a eso, si por ejemplo se está analizando la industria del automóvil, puede realizarse una búsqueda en internet con los términos ‘automobile industry profitability’ o ‘automobile companies profitability’ de tal manera de encontrar artículos que hablen acerca de las ganancias que están obteniendo las empresas de esa industria, de qué manera estas fueron cambiando a lo largo del tiempo y, lo más importante de todo, las razones que hay detrás de esos cambios.

¿Qué riesgos enfrentan las empresas de parte de productos/servicios sustitutos?

Al estudiar el entorno competitivo de una industria debe ponerse especial cuidado en no delimitarlo de manera demasiado estrecha, incluyendo solo a aquellas empresas que compiten allí de manera directa ya que deben también considerarse los riesgos que generan los productos/servicios sustitutos. Un producto/servicio sustituto es aquel que otorga los mismos o similares beneficios que el producto/servicio de la empresa que se está analizando pero lo hace de diferente manera. Con respecto a la variedad de sustitutos potenciales que puede tener un producto o servicio concreto, dependiendo de sus características la cantidad de alternativas disponibles puede variar desde aquellos que tienen muy pocos sustitutos hasta los que tienen muchísimos. Si se piensa en el correo tradicional, por ejemplo, su sustituto más evidente es el e-mail pero si se piensa en un producto que pueda servir como regalo de cumpleaños, la cantidad de alternativas diferentes puede ser enorme.

La amenaza de sustitutos es mayor cuanto mejor sea la relación beneficios/precio que estos brinden comparados con los productos o servicios que pueden sustituir. La relación que tienen los productos y servicios con respecto a sus sustitutos potenciales es dinámica como consecuencia de que, a medida que cambian las características de los productos/servicios y las de sus potenciales sustitutos,

esos cambios pueden brindar cierta inmunidad temporal contra los sustitutos o, por el contrario, podrían fomentar la aparición de sustitutos adicionales. Por ejemplo: Kodak y Fuji dominaron por muchos años la industria de la fotografía pero, con la aparición de la fotografía digital, el surgimiento de productos sustitutos de alta calidad fue tan grande que incluso el gigante Kodak terminó quedando fuera del mercado.

Por lo general, cuanto más intensiva en capital es una industria, menor es la amenaza que tienen sus empresas de productos/servicios sustitutos ya que, cuando su producción requiere de mucha inversión y son complejos de fabricar, eso dota de cierta inmunidad a las empresas que los producen, aunque por supuesto que también es posible encontrar sustitutos para ellos a pesar de que, en estos casos, las barreras de entrada son un poco más altas. La industria de la fabricación de aviones, el cemento o químicos industriales son ejemplos de este tipo.

¿Puede tener algún impacto la competencia ‘low-cost’ proveniente de países emergentes?

A medida que las economías del mundo se han ido interconectando más y más entre sí con el paso del tiempo, las empresas locales comenzaron a enfrentar una competencia cada vez mayor por parte de empresas de países extranjeros así que, al analizar el entorno competitivo de una empresa, es importante determinar si actualmente enfrenta o puede llegar a enfrentar en el futuro competencia por parte de empresas extranjeras.

Dependiendo de la industria y las características que tengan sus productos o servicios, puede resultar más o menos complicado para las empresas extranjeras intentar competirle a las empresas locales de un país. Aquellos ítems que son muy complicados de trasladar como, por ejemplo, el cemento, no suelen enfrentar mucha competencia por parte de empresas que intentan enviar cemento desde el extranjero ya que su alto peso y bajo precio hace que sea muy ineficiente su traslado a través de largas distancias. Por otro lado, las empresas de países desarrollados que requieren trabajadores de baja cualificación enfrentan grandes amenazas por parte de competidores directos que emplean a trabajadores de países emergentes ya que los bajos salarios que estas empresas pagan y las menores regulaciones laborales que deben cumplir provocan que sus costos laborales sean solo una fracción de los que asumen las empresas que tienen su producción localizada en países desarrollados.

¿Qué empresa se considera como el ‘estándar’ de la industria?

Al analizar una industria resulta de mucha utilidad encontrar las que podrían considerarse como sus principales ‘empresas representantes’ que, en términos cuantitativos, serían aquellas que tienen las más altas capitalizaciones de mercado, aunque si el inversor lo desea, el término ‘representante’ puede ampliarse para también incluir a las empresas que tienen la mejor combinación de valores de

crecimiento de sus ingresos, márgenes de rentabilidad operativa y rendimientos sobre el capital invertido.

En caso de que alguna de las empresas ‘representativas’ sea en realidad un conglomerado que tiene una subsidiaria o un segmento de negocio que opera en la industria que se está analizando, es posible obtener los ingresos y los resultados operativos específicos de cada segmento de negocio o subsidiaria si se estudia la sección ‘Segments’ del 10-K (20-F) o 10-Q (6-K).

A pesar de que no es posible obtener los estados financieros de participantes de la industria que no cotizan en mercados de capitales, puede recurrirse a las organizaciones comerciales (trade organizations o trade associations) que existen en cada industria para obtener información financiera agregada sobre la misma ya que muchas de estas organizaciones han asumido el trabajo de recopilar y publicar este tipo de información. Por ejemplo: si se busca ‘semiconductor industry association’ se encontrará la organización que reúne a las principales empresas de semiconductores a nivel mundial y lo mismo ocurre para otras industrias si se busca ‘automobile industry organizations’, ‘Retail Industry Association’, etc.

Además de las variables anteriormente mencionadas es importante agregar a la comparación de empresas las métricas financieras más relevantes debido a que gran parte del riesgo que se está asumiendo al comprar acciones de una empresa se explica por el estado actual y la evolución que puede tener a futuro la situación financiera de esa compañía. Las tres métricas financieras que siempre deben compararse son: deuda de corto y largo plazo / Activos, deuda de corto y largo plazo / Equity y Resultado operativo / Intereses pagados (a este último ratio se lo conoce como ‘cobertura de intereses’ y lo ideal es que sea mayor a 2). Para enriquecer las comparaciones es conveniente conocer las razones por las que, según los gerentes de la empresa, los ratios financieros tienen los valores que tienen; esa información se encuentra en la sección ‘Management’s discussion and analysis (MD&A)’ de los informes trimestrales y anuales que las empresas presentan ante la SEC.

A medida que se van conociendo más en profundidad las fortalezas y debilidades de las empresas pertenecientes a una industria, puede ir construyéndose la que se consideraría como la ‘empresa ideal’ de la industria que, en términos teóricos, sería aquella que reúne todas las fortalezas encontradas en las empresas analizadas. Luego de eso, puede utilizarse esa ‘empresa ideal’ para hacer comparaciones que ayuden a entender las diferencias que existen entre las empresas ‘reales’ que se están analizando y la empresa ‘ideal’ de la industria, además de las diferencias existentes entre las empresas ‘reales’ entre sí. Dos preguntas muy interesantes a responder pueden ser, por ejemplo: ¿Por qué hay fortalezas que se encuentran solo en algunas empresas de la industria pero no en otras? o ¿Qué tan diferente es la empresa que se está analizando en comparación con la empresa ‘ideal’?

¿Por qué hubo empresas de esta industria que entraron en bancarrota?

Las empresas que entraron en bancarrota son una gran fuente de información acerca de errores cometidos y estrategias fallidas. Al analizar una industria, las empresas que pertenecían a la misma y han entrado en bancarrota proveen información muy valiosa con respecto a mala gestión, mala gerencia, malas decisiones, malos productos/servicios, mala ejecución y hasta mala suerte así que, vale la pena dedicarle tiempo a leer los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) de empresas que pertenecían a la industria que se está analizando y que han entrado en bancarrota porque, al ya conocer las razones por las que esas empresas fueron a la quiebra, hay allí información valiosa que permite al analista comparar posteriormente a las empresas que han entrado en bancarrota con la empresa que está analizando y determinar si esta última está cometiendo alguno de los errores que las empresas fallidas cometieron en el pasado.

Para realizar este análisis/comparación, los ítems del 10-K (20-F) y los 10-Q (6-K) que, como mínimo, deben estudiarse son el que habla sobre el negocio y ‘Management’s discussion and analysis (MD&A)’. Es muy recomendable complementar el estudio de los documentos anteriormente mencionados con la lectura de artículos escritos sobre las empresas de la industria que han entrado en bancarrota. La quiebra de una empresa, sobre todo si fue una empresa importante de su industria, suele suscitar para aparición de artículos en medios periodísticos y/o financieros que intentan explicar qué fue lo que salió mal ya que son temas que resultan de interés, no solo para el público dedicado a las finanzas sino a todo el público en general así que es bastante probable que, al analizar una industria, se encuentren artículos que hablen de empresas que pertenecían a la misma pero que han desaparecido o dejado de cotizar en mercados financieros por una serie de errores cometidos por sus gerentes; el inversor hará muy bien en leerlos porque allí encontrará información útil que puede aplicar al análisis de la empresa (aunque en realidad debería decir ‘los gerentes de la empresa’) que está considerando agregar a su portafolio.

¿Qué tipo de relación tiene la empresa con sus proveedores?

Es importante conocer la relación que tiene la empresa con sus proveedores ya que no es igual de riesgosa una empresa que tiene con sus proveedores una relación hostil en la que está constantemente intentando pagarles lo menos posible y con los plazos de tiempo más extensos posible que aquella en la que la empresa colabora con sus proveedores en la mejora de sus procesos de negocio y en el desarrollo de nuevos productos/servicios que beneficiarán a ambas compañías.

Erróneamente se suele creer que es positivo que una empresa esté constantemente negociando con sus proveedores precios más bajos para así aumentar sus márgenes de rentabilidad bruta pero esa creencia miope falla en reconocer que, si la empresa está continuamente aprovechándose de sus proveedores, estos eventualmente romperán relaciones comerciales con ella o, peor aún, irán a la quiebra; en ambos casos, el resultado es contraproducente para la compañía porque lo cierto es que,

ante una situación como esa, la empresa deberá buscar nuevos proveedores, alterando su cadena de suministros, disminuyendo temporalmente sus ganancias y posiblemente gestando potenciales problemas y riesgos a futuro. Por el contrario, si las relaciones entre la empresa y sus proveedores están cimentadas en la confianza, esa es habitualmente una ventaja competitiva porque buenas relaciones con proveedores facilitan el flujo de los productos/servicios de la empresa y eso forja buenas relaciones con los clientes, las cuales a su vez, promueven el fortalecimiento de su imagen de marca.

La principal fuente donde debe buscarse información acerca de la relación de la empresa con sus proveedores está en sus 10-K (20-F) y 10-Q (6-K), aunque también son muy interesantes las conference calls que se realizan cada trimestre, luego de la publicación de los estados financieros, debido a que en ellas puede surgir alguna pregunta de los accionistas a los gerentes relacionada con la relación que la empresa está teniendo con sus proveedores (Luego de cada conference call, su transcripción en texto queda disponible en la web de relaciones con el inversor de la empresa). De manera similar a como sucede con las conference calls, las entrevistas que les realizan medios periodísticos a los gerentes de la empresa son también fuentes muy importantes de información ya que, si por ejemplo, al ser entrevistado un gerente se rehúsa a responder una pregunta relacionada con los proveedores de la empresa, esa es claramente una mala señal ya que, si la relación de la empresa con sus proveedores fuera buena, no tendría inconvenientes en responder sino, más bien, todo lo contrario.

Las siguientes preguntas deberían ayudar a conocer más acerca de los proveedores de la empresa y si la relación que existe entre la empresa y ellos es buena:

- ¿Tiene la empresa proveedores confiables?
- ¿Ayuda la empresa a sus proveedores a innovar al brindarles feedback?
- ¿Es la empresa dependiente de unos pocos proveedores?
- ¿Es la empresa dependiente de algún commodity? ¿En qué grado?

¿Tiene la empresa proveedores confiables?

Si la empresa no tiene proveedores confiables, eso eventualmente se termina traduciendo en ganancias más volátiles así que, al analizar una empresa, es importante determinar si ha creado o está creando relaciones confiables y estables con sus proveedores, además de los riesgos a los que dichas relaciones pueden estar expuestas.

Gestión de la cadena de suministros

Esta gestión tiene por objetivo hacer coincidir la demanda de un producto o servicio con su correspondiente oferta e implica la determinación del nivel correcto de inventarios, gestionar

devoluciones y asegurar la eficacia de la distribución. Al estar analizando una empresa, es imperativo conocer la manera en la que la gerencia gestiona la cadena de suministros, así como también es importante determinar si las relaciones con los proveedores son estables y la calidad de los productos/servicios que estos le proporcionan es consistente. Idealmente, también sería de mucha utilidad conocer los planes de contingencia que implementa la gerencia en aquellos momentos en los que surgen problemas en la cadena de suministros y la capacidad de adaptación que tiene la empresa a condiciones de negocio cambiantes. Por ejemplo: ¿Qué ocurre si un proveedor se queda sin inventario? ¿Qué hace la empresa en ese momento?

Las entrevistas a gerentes de la empresa son una fuente habitual de información al respecto pero, tratándose de la cadena de suministros, una muy buena fuente de información son las revistas y journals académicos referidos específicamente a ese tema ya que es habitual que allí se publiquen artículos que hablen sobre la industria a la pertenece la empresa que se está analizando. La manera más sencilla de armar una lista con revistas y Journals sobre cadena de suministros (aunque en realidad, se puede hacer lo mismo para cualquier otro tema) es simplemente buscar en el navegador web los siguientes términos:

- Logistics management Journal
- Logistics management Magazine
- Supply chain management Journal
- Supply chain management Magazine
- Supply chain Digest
- Supply chain management Review
- Supply chain publications
- Supply chain news

Al estudiar la cadena de suministros de una empresa, se recomienda enfocarse en determinar qué tan eficiente es. Una métrica que resulta útil para realizar este análisis es la rotación de inventarios, la cual mide la tasa a la que la compañía vende y reemplaza todo su stock de bienes durante un periodo de tiempo determinado (generalmente, un año) y se calcula dividiendo el costo de mercaderías vendidas por el inventario promedio del mismo periodo.

¿Ayuda la empresa a sus proveedores a innovar brindándoles feedback?

La principal fuente de información que puede utilizarse para responder a esta pregunta se encuentra en los artículos escritos sobre la compañía en los que se hable de la relación que tiene con sus proveedores. Para eso se sugiere utilizar un buscador web, combinando términos de búsqueda como: ‘supplier’ y el nombre de la empresa que se está analizando.

Las conference calls también son una fuente de información que puede resultar de utilidad ya que puede darse el caso de que, en alguna de ellas, algún accionista haga una pregunta referida a la empresa y a su relación con algún proveedor.

¿Es la empresa dependiente de unos pocos proveedores?

Es necesario determinar los riesgos potenciales que la empresa que se está estudiando está asumiendo si su actividad depende de unos pocos proveedores.

Si un proveedor de la empresa está ligado a más del 10% de sus ventas netas, la compañía habitualmente informa sobre ese riesgo en su 10-K (20-F) o 10-Q (6-K) así que es allí a donde se debe ir a buscar información al respecto cuando se está estudiando este riesgo.

En caso de concluir que, efectivamente, la empresa que se está analizando depende de uno o unos pocos proveedores, eso no será motivo para descartarla como inversión pero, dada la existencia de ese riesgo adicional, será necesario analizar también la relación que tiene la empresa con estos proveedores importantes y si alguno de ellos está expuesto a algún riesgo concreto que podría provocarle que en el futuro tenga que interrumpir el flujo de bienes o servicios que le provee a la empresa.

¿Es la empresa dependiente de algún commodity? ¿En qué grado?

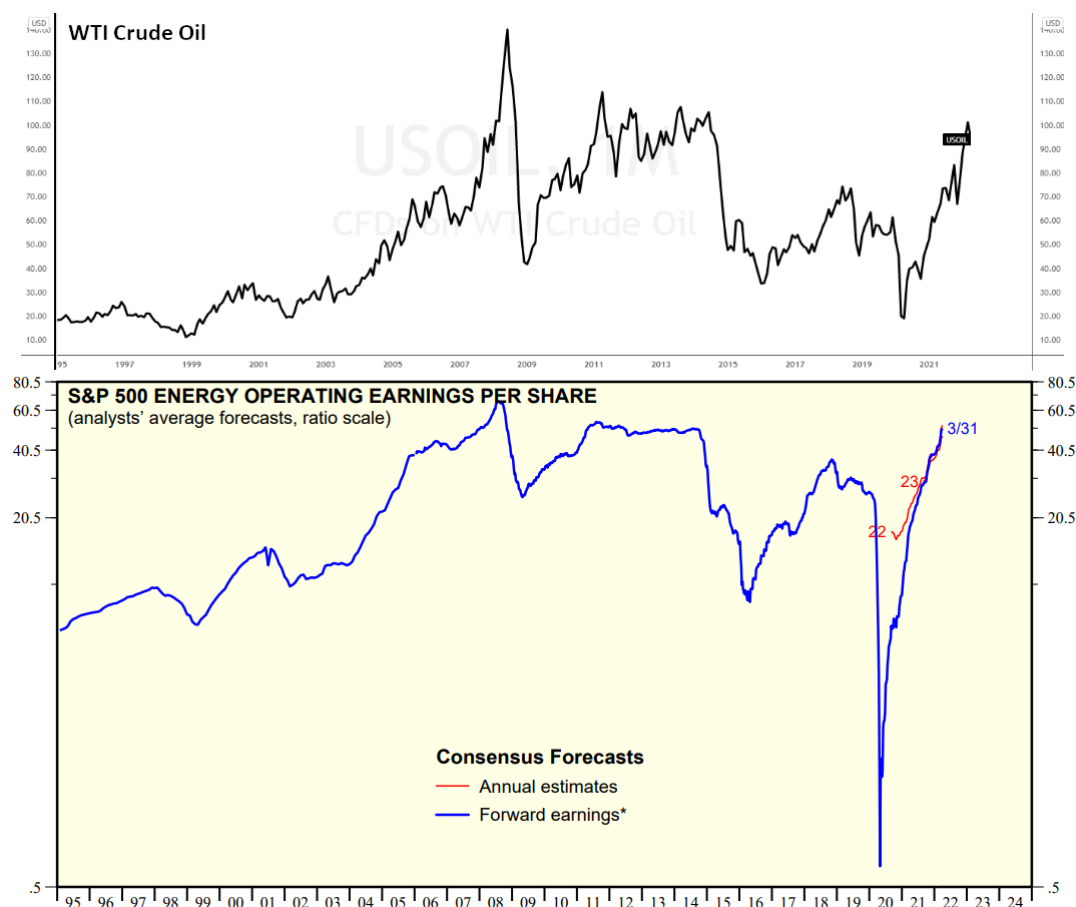
Si la empresa depende de determinados commodities que necesita para fabricar sus productos, será necesario monitorizar la evolución de sus precios debido a que, al no poder sustituirlos por otros materiales, el movimiento de sus precios tendrá una repercusión directa, tanto positiva como negativa en los costos y, por lo tanto, en los márgenes de rentabilidad operativa de la empresa.

El monitoreo de los precios de los commodities que son importantes para la producción de la empresa ayuda al inversor a entender si el incremento de los precios de dichos commodities es capaz de forzar a la firma a incrementar sus precios, corriendo de esa manera el riesgo de ver sus ganancias disminuidas si los clientes no están dispuestos a aceptar los precios más altos y, como consecuencia de eso, disminuyen su demanda. Por otro lado, la disminución en el precio de los commodities importantes para la empresa le permite al inversor entender si, ante esa situación, la empresa responde manteniendo iguales sus precios para incrementar sus márgenes de rentabilidad operativa o si decide disminuirlos, manteniendo iguales sus márgenes de rentabilidad, con el objetivo de incrementar sus ventas y ganar cuota de mercado.

Las empresas que son muy dependientes del precio de uno o varios commodities (petróleo, gas, acero, oro, químicos) son muy difíciles de valorar y su desempeño futuro es muy difícil de predecir debido a que el valor de la empresa está fuertemente influenciado por el precio del commodity y,

por lo tanto, estimar su valor futuro se reduce, en gran parte, a estimar el precio futuro que tendrá el commodity, algo extremadamente complejo y difícil de realizar dada la enorme cantidad de variables que entran en juego en la fijación y evolución de ese precio. Esta situación incrementa el riesgo de equivocarse por un amplio margen en el valor que el inversor le otorgue a la empresa que está analizando porque, en última instancia, no se está actuando en base a los fundamentos de la empresa sino al escenario de commodities que se considera que será el más probable durante los próximos años, siendo el valor de la empresa un mero seguidor de la dirección que tomen los precios de los commodities que son críticos para ella.

A modo de ejemplo a continuación se expone un gráfico que compara el precio del WTI con la evolución que tuvieron las ganancias operativas del sector energético del índice S&P500, compuesto principalmente por empresas pertenecientes a industrias relacionadas con petróleo y gas, desde 1995 hasta el 31 de marzo de 2022. Dada la sincronía que se nota entre ambos gráficos y, teniendo en cuenta que las ganancias operativas son el punto de partida del cálculo del free cashflow, puede afirmarse que invertir en una empresa petrolera es casi como invertir en petróleo de manera indirecta ya que la valuación de la primera está fuertemente ligada a la evolución del precio del segundo.



Fuente: Refinitiv.

Muchas empresas utilizan cobertura mediante instrumentos derivados de commodities (principalmente futuros y opciones) para atenuar el riesgo por variación de precios al que están expuestas; esto es de mucha ayuda para que a los inversores les resulte un poco más sencillo determinar el valor de la compañía aunque, como estas coberturas son de corto plazo, no llegan a eliminar ese riesgo en su totalidad. Aun así, es una buena señal que la gerencia utilice todos los instrumentos que tenga a su disposición para disminuir la volatilidad de las ganancias operativas porque las empresas con ganancias operativas muy volátiles incentivan a los inversores a demandar valuaciones muy bajas para invertir en ellas ya que las consideran inversiones más riesgosas que las que pueden realizar en empresas cuyas ganancias operativas tienen una variación mucho más estable.

Paso 4: Evaluar las condiciones operativas y la salud financiera del negocio

El objetivo de este paso es determinar si la empresa que se está analizando es sólida y solvente desde el punto de vista operativo y financiero.

¿Cuáles son los fundamentos de la empresa?

Los fundamentos de una empresa son todas aquellas actividades esenciales que debe llevar adelante para tener éxito en el desarrollo y entrega de su propuesta de valor a sus clientes. En el modelo de negocio canvas se las conoce como ‘actividades clave’ y corresponden a todas aquellas actividades que dan vida a la propuesta de valor que se ofrece a los clientes. Sin estas actividades no existe propuesta de valor y por lo tanto, podría decirse que tampoco existe la empresa ya que los fundamentos son los que hacen crecer o disminuir el valor de sus negocios. En otras palabras, cuanto mejor ejecuta una empresa sus ‘actividades clave’, más valiosa es.

En el estudio de los fundamentos de una empresa es crucial determinar si los gerentes conocen las actividades clave que incrementan el valor de sus negocios y si dichas actividades son las que están detrás de las decisiones y acciones que toman. Si los gerentes se desvían del cuidado y la mejora constante de la eficacia de las actividades clave es probable que, tarde o temprano, las ganancias operativas de la compañía comiencen a disminuir y que, por lo tanto, también lo haga su valuación.

Durante el análisis de una empresa, luego de definir las nueve partes que componen su modelo de negocio canvas, el inversor ya se encuentra en condiciones de medir y realizar un seguimiento a la evolución de sus fundamentos ya que, al tener claramente definidas la propuesta de valor y las actividades clave de la empresa, puede medirse si el resultado de las actividades clave está

mejorando la calidad de la propuesta de valor, su eficiencia, sus beneficios, su rapidez, etc. La posibilidad trabajar con elementos claramente definidos como las actividades clave y la propuesta de valor, pudiendo hacerles un seguimiento a sus resultados, le brinda al inversor la capacidad de medir la evolución de los fundamentos de la empresa y saber si estos están incrementando el valor del negocio o si, por el contrario, lo están haciendo disminuir. Si todo lo demás se mantiene constante pero una de las actividades clave de la empresa se vuelve más productiva, más lucrativa, más eficiente o menos riesgosa, eso impactará positivamente en la propuesta de valor de la compañía y provocará un incremento en sus ingresos y/o un incremento en sus márgenes de rentabilidad operativa y/o una disminución en el riesgo total del negocio; más allá de dónde impacte específicamente la mejora de la actividad clave, lo cierto es que incrementará el valor de la empresa. Todo contrario sucedería con el valor de la compañía si una de sus actividades clave se deteriora, manteniendo todo lo demás constante.

Si la empresa que se está analizando tiene gerentes que persiguen varias ideas a la vez o cambian continuamente la visión a futuro que tienen sobre la empresa, esa es una mala señal porque ese tipo de comportamiento los distrae de enfocarse en los fundamentos de la empresa. Cuando Jack Welch se convirtió en CEO de General Electric (GE) reorganizó completamente la compañía para centrarla en la satisfacción del cliente y orientó el posicionamiento estratégico de la firma solo hacia aquellos mercados en los que sus productos ocupaban el primer o segundo puesto entre los más vendidos; dicho de otra manera, en todos aquellos mercados en los que los productos de GE no fueran dominantes, ocupando el primer o segundo lugar en ventas, la empresa se retiraría cerrando o vendiendo esa división de negocios a otra compañía para focalizarse solo en sus segmentos de negocio más importantes y poder así desarrollar ventajas competitivas sobre los mismos. De esa estrategia surgió la famosa frase de Welch que dice: “Arréglalo, ciérralo o véndelo”. Welch quería enviar el mensaje a Wall Street de que General Electric no era un conglomerado desordenado con todo tipo de negocios dispersos y sin relación entre ellos sino que la empresa tenía un propósito y un objetivo. Estaba decidido a convertir a la empresa en la más competitiva del mundo y alcanzaría ese objetivo asegurándose de que todos sus negocios fueran los primeros o los segundos en sus mercados. Al elevar en todo lo posible los estándares de los productos de GE, Welch se aseguraba de evitar perder el tiempo creando y promocionando productos mediocres que tarde o temprano fracasarían. Su estrategia no solo tuvo excelentes resultados en las acciones de GE sino que, luego de su paso por la empresa y gracias a la enorme creación de valor que sus decisiones generaron para los accionistas, llegó a ser nombrado como ‘el mejor CEO del mundo’.

La correcta identificación y monitoreo de los fundamentos de una empresa le brinda al inversor la capacidad de evaluar rápidamente el estado de sus negocios ya que, una vez aprendidas las variables más críticas de la salud operacional de la compañía, el inversor está muy bien equipado para evaluar aquellos cambios inesperados que puedan surgir tanto en la empresa como en la industria a la que pertenece. Dichos cambios presentan a menudo oportunidades de compra cuando afectan al precio que los inversores están dispuestos a pagar por las acciones de la empresa pero no afectan a los fundamentos del negocio.

Ser capaz de detectar que los fundamentos de una empresa se están deteriorando es una de las habilidades más críticas que debe tener un buen inversor y posiblemente la que mayores beneficios le trae a largo plazo debido a que le permite evitar errores de inversión y permanecer demasiado tiempo en una inversión que inicialmente era buena pero que ha dejado de serlo.

Si una noticia negativa provoca que una de las acciones que se tienen en el portafolio caiga mucho de precio, antes de tomar cualquier decisión al respecto es obligatorio preguntarse acerca de qué impacto tiene esa noticia sobre los fundamentos de la empresa ya que, de no tener un efecto negativo y/o significativo sobre ellos, el inversor se encontrará entonces frente a una oportunidad de compra brindada por una ineficiencia temporal de mercado que está haciendo caer al precio de las acciones por debajo de los fundamentos del negocio.

¿Cuáles son las métricas operativas de la empresa que deben ser monitorizadas?

La mejor manera de monitorizar cuantitativamente si los fundamentos de una empresa están mejorando o se están deteriorando es calcular y hacerle un seguimiento a sus métricas operativas. Dichas métricas son mediciones que ayudan a estimar el rendimiento real de los negocios de la compañía, de manera similar a cómo la medición de la presión arterial ayuda a monitorizar la salud del cuerpo humano.

El estudio de estas métricas ayuda al inversor a entender el desempeño que tienen los negocios de la empresa para luego, una vez que ha obtenido un conocimiento profundo de los mismos, utilizarlas para monitorizar continuamente su ‘estado de salud’ de tal manera de estar alerta ante potenciales problemas.

Lo que debe hacer el inversor para estudiar las métricas operativas de una empresa es lo siguiente:

- Identificar las métricas utilizadas en la industria a la que pertenece la empresa.
- Investigar las fuentes de las métricas y establecer los valores a partir de los que se considera que la métrica está mostrando un deterioro del negocio.
- Monitorizar la evolución de las métricas a lo largo del tiempo.
- Determinar si los cambios en las métricas son temporales o permanentes.
- Comparar las métricas de la empresa que se está analizando con las de competidores directos y, si existen grandes diferencias entre ellas, identificar las causas que las provocan.

Identificar las métricas utilizadas en la industria a la que pertenece la empresa

Para determinar cuáles son las métricas que resultan útiles para una empresa en particular, primero es necesario identificar qué es lo que se está intentando medir ya que las métricas a utilizar varían mucho dependiendo de la industria y el tipo de negocio que se está analizando.

Investigar las fuentes de las métricas

Las métricas operativas se obtienen de una amplia variedad de fuentes entre las que destacan el ítem titulado “Management’s Discussion, and Analysis (MD&A)” de los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) publicados por las empresas, Industry Primers (en su gran mayoría son informes pagos), asociaciones de empresas de la industria, comunicados de prensa de las empresas de la industria, artículos escritos sobre la industria o alguna de sus empresas más importantes y guías para analizar industrias publicadas por inversores particulares, empresas gestoras de inversiones o bancos de inversión.

10-K (20-F) y 10-Q (6-K): Estos reportes son un gran punto de partida para identificar las métricas operativas más importantes de una industria. En el ítem que habla del negocio y en el ítem titulado “Management’s Discussion, and Analysis (MD&A)” puede, por ejemplo, encontrarse información acerca de:

- Cantidad de transacciones
- Cantidad de clientes
- Cantidad de ubicaciones/locales/tiendas
- Cantidad de empleados
- Superficie total de los locales en funcionamiento

Cada empresa e industria es diferente por lo que las métricas que pueden resultar muy útiles en una industria pueden ser completamente inútiles en otras así que mucho cuidado al intentar extrapolar métricas desde una industria a otra. Una vez obtenidas las variables operativas más importantes de la empresa bajo estudio, estas pueden utilizarse para crear métricas o ratios que condensen información y resuman el estado de sus fundamentos. Por ejemplo, si una empresa pertenece a una industria en la que se acostumbra publicar la cantidad de transacciones que fueron realizadas en un trimestre o año, puede dividirse ese dato por los ingresos que tuvo la firma en el mismo periodo y así conocer el ingreso promedio por transacción o dividirlo por los costos y obtener así el costo por transacción; ambas métricas resultan muy útiles para entender el presente y el pasado de los fundamentos de la empresa, además de que pueden posteriormente proyectarse a futuro al momento de realizar una valuación.

Industry Primers: Estas fuentes de información (a falta de una traducción apropiada se decidió dejar la expresión en inglés) ofrecen una explicación general de un determinado sector o industria,

examinando los temas más importantes y las tendencias recientes del mismo, así como también brindan un análisis de su rendimiento y valoración a través de métricas y ratios.

Las *Standard & Poor's Industry Surveys* son las mejores fuentes de información al respecto pero no son gratuitas, aunque existen universidades que brindan acceso gratuito a ellas. Reuters, en cambio, ofrece en su página web acceso gratuito a las métricas más importantes de las empresas que tiene en su base de datos. Solo se necesita ingresar a <https://www.reuters.com/> y escribir el código de la empresa que se desea consultar; las métricas más importantes se encuentran en la pestaña 'Key Metrics'.

Conocer el valor actual de las métricas operativas es útil para analizar una empresa pero, mucho más importante que eso es conocer la evolución histórica que han tenido durante los últimos años y entender las razones por las que se han comportado así.

Búsquedas en internet y libros: Una simple búsqueda en un buscador de internet utilizando los términos "industry metrics" seguidos del nombre de la industria en inglés puede ser suficiente para encontrar información muy útil al respecto. Adicionalmente, puede encontrarse información extremadamente útil sobre métricas en particular pero también sobre las características de las industrias en general si se buscan libros de divulgación que hablen sobre una industria concreta o sobre algunas de sus empresas más representativas. Por ejemplo, si se está analizando la industria de los semiconductores, puede extraerse muchísima información útil sobre esta industria leyendo los siguientes libros:

- "Fabless: The Transformation of the Semiconductor Industry" de Daniel Nenni, Paul McLellan
- "Engineering the World: Stories from the First 75 Years of Texas Instruments" de Caleb Pirtle III
- "Tiger Technology: The Creation of a Semiconductor Industry in East Asia" de John A. Mathews, Dong-Sung Cho
- "Makers of the Microchip: A Documentary History of Fairchild Semiconductor" de Christophe Lecuyer, Jay Last
- "The Intel Trinity: How Robert Noyce, Gordon Moore, and Andy Grove Built the World's Most Important Company" de Michael S. Malone

¿Dónde se pueden buscar libros que hablen sobre industrias o sobre empresas, además de los buscadores tradicionales de internet?

- <https://www.amazon.com>
- <https://www.goodreads.com/>
- <https://books.google.com/>
- <https://www.bookbub.com/>

- <https://bookmarks.reviews/>
- <https://bookriot.com/>
- <https://lithub.com/>

¿No son suficientes fuentes? En ese caso basta simplemente con ir a un buscador de internet y buscar “best book websites” o “best book recommendation sites” y seguramente aparecerán muchos resultados útiles.

Sugerencia: Resulta muy útil buscar libros que estén enfocados desde la perspectiva de la gerencia (management) de la empresa. Por ejemplo: si se están analizando empresas de la industria de la venta minorista (retail) pueden buscarse libros que hablen sobre Amazon, Costco, Walmart, Macy’s o pueden buscarse libros sobre “retail management” o sobre “retail manager” ya que aprender a mirar la empresa desde el punto de vista de sus gerentes es exactamente lo que brinda al inversor la capacidad de entender todos los aspectos que constituyen su modelo de negocio y sus fundamentos de la manera más completa posible.

Asociaciones de empresas de la industria: Es habitual que las asociaciones de empresas pertenecientes a una misma industria y los journals académicos referidos a una industria concreta publiquen regularmente información estadística sobre la misma en forma de métricas o ratios. En ocasiones, en las páginas webs de las asociaciones y en los journals académicos pueden encontrarse investigaciones o relevamientos realizados acerca de variables importantes de la industria como pueden ser, por ejemplo, sus costos, ingresos o rentabilidad; esas investigaciones, que condensan información proveniente de varias empresas, son muy útiles para ser utilizadas como fuentes de datos de referencia con los cuales comparar datos equivalentes de la empresa que se está analizando y, sumado a eso, como valor agregado, en muchas ocasiones también suelen explicar las razones por las que determinadas empresas dentro de la industria tienen una mayor o menor rentabilidad que el promedio así que, en esos casos, sirven adicionalmente para analizar los fundamentos de la industria y conocer las razones por las que estos pueden mejorar o deteriorarse.

Monitorizar la evolución de las métricas a lo largo del tiempo

El valor actual de una métrica no dice demasiado sobre la misma, razón por la cual es peligroso tomar decisiones en base a eso; lo correcto en el caso de las métricas es analizar su evolución durante periodos extensos de tiempo (al menos tres años) y sacar conclusiones en base a la manera en la que vienen evolucionando a lo largo del tiempo. Con respecto a esto último, puede encontrarse información de mucha utilidad referida a las justificaciones dadas por los gerentes de la empresa a la evolución que han tenido las métricas durante cada periodo de tiempo en la sección “Management’s Discussion and Analysis (MD&A)” de los reportes trimestrales y anuales. De esta manera si, por ejemplo, una métrica tiene una evolución anormalmente positiva o negativa durante un trimestre o

año, será necesario ir a la sección MD&A del correspondiente reporte trimestral o anual para leer la justificación que brinda la gerencia acerca de por qué esa métrica evolucionó de esa manera.

Llevar un registro escrito de las razones por las que han cambiado a lo largo de los últimos tres a cinco años las métricas operativas más importantes de una empresa permite obtener una visión más clara acerca de los factores que tienen un mayor impacto en el valor de sus negocios. Por ejemplo: si se produce una caída en las ventas o de la cantidad de transacciones realizadas durante un periodo, no es tan importante saber *cuánto* cayeron sino *por qué* lo hicieron ya que, mediante este tipo de análisis, una vez que logren detectarse los factores o variables cuyo comportamiento tiene más impacto en los cambios del valor de los negocios de la empresa, gracias a eso se habrán logrado aislar las métricas operativas que merecen ser monitorizadas más de cerca mientras la empresa forme parte del portafolio de inversión. Supóngase, por ejemplo, que el precio de un commodity afecta directamente a los costos de mercadería vendida de una empresa; en ese caso, como el valor de esa empresa está fuertemente influenciado por el precio del commodity, será necesario monitorizar regularmente su precio o alguna métrica relacionada con este.

Determinar si los cambios en las métricas son temporales o permanentes

Una vez definidas las métricas que más influyen el valor de los negocios de una empresa y las principales razones por las cuales sus valores suelen cambiar a lo largo del tiempo, lo más importante a determinar en cada momento es si su evolución en una dirección concreta, ya sea esta positiva o negativa para la empresa, tiene características de ser temporal o permanente.

Por ejemplo: En una empresa dedicada a la venta minorista, las principales razones por las que se producen variaciones en las ventas de cada tienda son la cantidad de clientes que la visitan y los precios que tienen los productos así que, si en un determinado momento se detecta que la cantidad de clientes que visitan las tiendas en general o alguna en particular está disminuyendo será necesario evaluar si esa disminución tiene características de ser temporal o permanente ya que no es lo mismo que la cantidad de clientes en una tienda haya disminuido como consecuencia de un trimestre de condiciones climáticas muy hostiles (algo temporal) a que la disminución se haya producido por un incremento en la competencia (algo permanente).

Comparar las métricas de la empresa que se está analizando con las de competidores directos

Comparar los valores de las métricas de la empresa que se está analizando con sus valores pasados brinda información acerca de la evolución que sus negocios y sus fundamentos han tenido a lo largo

del tiempo; aun así, a pesar de que eso sea muy útil, el análisis de métricas operativas no está completo hasta que se comparen los valores actuales de las métricas de la empresa con los valores actuales de las mismas métricas de competidores directos.

Un detalle importante que debe tenerse en cuenta al realizar esta comparación de métricas operativas es que hay que asegurarse de que las empresas están utilizando las mismas unidades de medida y los mismos estándares de contabilidad; esta información se encuentra publicada en las notas que acompañan a los estados financieros de los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) así que, en caso de detectar que las empresas utilizan diferentes unidades de medida o diferentes estándares de contabilidad para el cálculo de la misma métrica, será necesario realizar los ajustes correspondientes para permitir la comparación vis a vis.

¿Cuáles son los principales riesgos que enfrenta la empresa?

Las empresas enfrentan diferentes tipos, frecuencias y niveles de riesgo por lo que, es tarea del inversor evaluar de qué manera esos riesgos pueden afectar a los diferentes negocios de la empresa que se está analizando. El lugar ideal para comenzar la evaluación es el 10-K (20-F) o 10-Q (6-K) de la empresa ya que allí hay una sección exclusivamente dedicada a describir los riesgos que enfrenta la compañía. En esa sección, la gerencia va enumerando y detallando los principales riesgos operacionales a los que están expuestos los negocios de la compañía, los cuales están divididos en dos categorías:

1. Riesgos relacionados a los negocios de la empresa o a la industria
2. Riesgos que atañen al precio de las acciones de la compañía

La primera categoría de riesgos resulta útil debido a que describe las diferentes razones por las que los negocios de la empresa pueden empeorar así que es importante tomarse el tiempo para leerlos detenidamente y verificar si la empresa se ha encontrado en el pasado con la manifestación de alguno de los riesgos allí descritos, además de las consecuencias que tuvieron en caso de haber acontecido ya que esto permite al inversor entender el impacto que cada uno de esos riesgos podría tener en el valor de la compañía en caso de acontecer en el futuro. Aun así, como por razones legales los gerentes suelen incluir en dicha categoría riesgos que resultan auto-evidentes como, por ejemplo: “si nuestros costos aumentan, las ganancias de la empresa caerán”, ocurre que no todos los riesgos allí descritos brindan información realmente ‘original’ y nueva para el inversor que viene analizando la empresa desde los pasos anteriores.

Con respecto a la segunda categoría de riesgos, lo cierto es que no brinda información útil al inversor debido a que está compuesta principalmente por términos legales y por riesgos auto-evidentes del estilo de “el precio de las acciones puede fluctuar”.

Teniendo en cuenta que los riesgos detallados en los reportes trimestrales y anuales de las empresas son incluidos allí por decisión de los gerentes, tiene sentido revisar también la sección de riesgos de los reportes de empresas que son competidoras directas de la que se está analizando debido a que cabe la posibilidad de que los gerentes de esas empresas hayan detectado riesgos que a otros se les pasaron por alto.

Las asociaciones comerciales o no gubernamentales formadas por empresas de una misma industria suelen publicar artículos e informes en los que describen los riesgos comunes que enfrentan las empresas de la industria, como así también es posible encontrar artículos que expliquen cómo evitarlos o reducir su impacto.

Toda esta información ayuda al inversor a confeccionar una exhaustiva colección de riesgos con los que la empresa que está estudiando podría encontrarse en el futuro. Una vez que el inversor considera que ya ha logrado plasmar en una lista los riesgos más importantes a los que está expuesta la empresa que está analizando será necesario revisar el estado de esos riesgos al menos una vez por trimestre, luego de la presentación de los estados financieros, con el objetivo de determinar si las dos variables más importantes de los riesgos (su probabilidad de ocurrencia y el impacto que podría tener sobre el valor de la empresa en caso de acontecer) sufrieron modificaciones. Esa información debería además ser tenida en cuenta al momento de realizar una valuación, cuando se proyectan a futuro escenarios de cashflows, márgenes de rentabilidad, situación financiera y reinversiones, de tal manera de conocer de antemano cómo se vería afectado el valor de la compañía en los escenarios en los que acontecen los mayores riesgos a los que está expuesta.

Por ejemplo: Si se está analizando una empresa cuyos cinco clientes más importantes representan el 70% de sus ingresos y el más grande de ellos representa el 20% de los ingresos será muy importante preguntarse qué impacto tendría en el valor de la compañía la pérdida de ese cliente porque, si la empresa tiene mucha deuda en relación a sus activos, la pérdida del 20% de sus ingresos podría enviarla directamente a la quiebra y, por lo tanto, lo más sensato sería no invertir en una empresa expuesta a un nivel de riesgo tan alto.

Al evaluar los riesgos operacionales de una empresa, adopte la mentalidad de un agente de seguros

Esta estrategia permite evitar caer en la subjetividad al momento de evaluar riesgos ya que, si uno permite que mediciones u opiniones subjetivas influyeran su toma de decisiones, corre el riesgo de que variables de poca importancia como por ejemplo, la persistencia de un tema o una noticia en la opinión pública, lo lleven a creer que los riesgos ligados a eso son más graves que los demás. De ese mismo error se desprende también el sesgo de actualidad que consiste en creer que los riesgos ligados a acontecimientos recientes son más graves para los negocios de la empresa que otros riesgos con los que ha convivido desde hace mucho tiempo.

Por ejemplo: Cuando en febrero de 2020 los mercados financieros internacionales comenzaron a incorporar en los precios de las acciones y bonos los efectos que posteriormente tendrían las cuarentenas impuestas por los gobiernos de todo el mundo como respuesta a la pandemia del COVID-19, el miedo y la incertidumbre eran totales ante la poca información con la que se contaba en ese momento. Esta situación llevó a los inversores a tomar como referencia los peores escenarios posibles y, como resultado de eso, los precios de las acciones experimentaron el mercado bajista más acelerado de su historia. Afortunadamente, a medida que la información acerca de los efectos económicos de las cuarentenas comenzó a circular, las acciones comenzaron a subir a medida que incorporaban en los precios la recuperación económica y la vuelta a la normalidad que eventualmente se convirtió en una realidad, aunque también es cierto que eso no evitó que durante meses y meses no se hablase en los medios de comunicación de otra cosa que no sea COVID-19 y sus efectos en la economía mundial. Ahora bien, solo porque un evento ha ocurrido y los medios de comunicación hablan constantemente de él, eso no significa que implique para las acciones un riesgo más importante que los demás. Con respecto al COVID-19, por ejemplo, a pesar de que siempre fue un riesgo latente para los ingresos de las empresas, una vez que comenzaron a distribuirse las vacunas y los diferentes gobiernos del mundo aprendieron a convivir con el virus sin tener que poner en aislamiento total a sus economías, este dejó de ser un riesgo de tan alto impacto como lo fue en febrero de 2020 y se convirtió en un riesgo a tener en cuenta pero ya no con el poder de destruir los ingresos de las empresas como supo hacerlo cuando el COVID-19 era todavía una novedad.

La cantidad de personas y medios de comunicación que están hablando sobre un determinado tema que implica un riesgo para un conjunto de empresas no es un buen indicador de la gravedad de los efectos que dicho riesgo puede tener en los fundamentos de las mismas. De hecho, justamente lo contrario suele ser verdad porque, como los mercados financieros incorporan rápidamente en los precios de los activos financieros toda la información que es de público conocimiento, cuantas más personas y medios de comunicación hablen sobre un determinado tema, más rápidamente este será incorporado en los precios y será menos probable que termine eventualmente afectando de manera negativa a las empresas porque, el hecho de ser de público conocimiento le permite a estas anticiparse, abordándolo y mitigándolo antes de que pueda tener algún tipo de efecto tangible sobre sus fundamentos.

Contrariamente a la forma de abordar potenciales riesgos que tienen los inversores cuando actúan en manada, los agentes de seguros piensan en términos de frecuencia (es decir, qué tan a menudo en el pasado un riesgo concreto se manifestó) y severidad (es decir, qué costos financieros provocó ese riesgo en la empresa que se está analizando). En base a eso, lo que debe hacer entonces un inversor al identificar riesgos operacionales de la empresa que está analizando es describirlos en términos de frecuencia y severidad, clasificando ambas variables en ‘alta’, ‘media’ o ‘baja’.

¿Cómo se mide la severidad de un riesgo?

Medir la severidad de los efectos de un riesgo es una tarea muy difícil de realizar debido a que nunca se puede estar completamente seguro de antemano de los efectos que tendrá el hecho negativo una vez que se manifieste.

La mejor fuente de información acerca de las implicaciones financieras que puede tener un potencial riesgo es la evidencia pasada, tanto de la empresa que se está analizando como de empresas similares de la misma industria así que se recomienda recurrir a esa fuente para estimar la severidad de un riesgo, evitando caer en la tentación de hacer estimaciones subjetivas en los casos en los que se carezca de información.

El escenario ideal es aquel en el que el potencial inversor conoce los riesgos más importantes a los que está expuesta la empresa que está analizando, junto a su probabilidad de ocurrencia y una estimación aproximada de su severidad, habiendo realizado los cálculos en base a datos provenientes de información histórica y evitando las conjeturas. En los casos en que se cuenta con muy poca información acerca de los riesgos más importantes a los que está expuesta una compañía puede resultar conveniente abandonar directamente la idea de invertir en ella o, en todo caso, acotar el riesgo asignándole una porción muy pequeña del portafolio.

¿De qué manera la inflación afecta los negocios de la empresa?

La inflación es un fenómeno monetario que depende de la oferta y demanda de dinero; partiendo de ese concepto, la inflación se manifiesta como la pérdida del poder adquisitivo del dinero con respecto a los bienes y servicios disponibles en la economía, la cual ocurre cada vez que la oferta de dinero crece por encima de su demanda. Otra definición muy usual de inflación es la que afirma que esta ocurre cuando una cantidad creciente de dinero va en busca de una cantidad de bienes y servicios que no crecen en la misma proporción.

Lo más importante al evaluar los potenciales efectos de la inflación en los negocios de una empresa es determinar si, ante un contexto de inflación alta, esta sería capaz de mantener inalterados sus cashflows en términos reales ya que, para evitar la destrucción de valor que genera la inflación, una empresa debería ser capaz hacer crecer sus cashflows a, por lo menos, la misma tasa. Aun así, incluso en esos casos Fernández (2018b) demuestra que el valor de una empresa que se desenvuelve en un contexto inflacionario sería menor al que tendría una empresa idéntica que operase en un país sin inflación debido a que el contexto inflacionario provoca que los ingresos de la empresa estén artificialmente aumentados y que, como resultado de eso, esta termine pagando una mayor cantidad de dinero en concepto de impuesto a las ganancias, dando como resultado un contexto en el que el gobierno del país inflacionario se lleva una parte mayor del valor de la compañía de la que se lleva el gobierno del país sin inflación.

La mayor amenaza que ejerce la inflación sobre el valor de la empresa es la de que esta sea incapaz de lograr trasladar completamente los incrementos en sus costos a sus clientes sin perder por ello volumen de ventas ya que, de no ser capaz de compensar los efectos de la inflación con aumentos de precios equivalentes, la empresa no logrará mantener positivos sus cashflows en términos reales y eso provocará una destrucción del valor de sus accionistas.

Una empresa puede compensar los efectos negativos de la inflación si tiene:

- La capacidad de traspasarle el incremento de costos a sus clientes (aunque para eso necesita tener ventajas competitivas que le brinden poder de fijación de precios).
- La posibilidad de reducir sus costos.
- Bajos requerimientos de inversiones de capital y bajos niveles de deuda en su hoja de balance.

Capacidad de incrementar precios

Los incrementos de precios de sus productos/servicios le permiten a una empresa compensar los efectos de la inflación, pero lograr trasladar los aumentos de costos a aumentos de precios en un entorno inflacionario sin perder volumen de ventas (lo cual permite mantener positivos los cashflows en términos reales) solo es posible si la empresa cuenta con fuertes ventajas competitivas ya que, en esos entornos, se producen distorsiones de precios relativos que pueden reducir temporalmente el salario real de muchas personas, las cuales podrían optar por reducir la demanda de los productos/servicios de la empresa si es que esta ha aumentado sus precios y no cuenta con ventajas competitivas que los incentiven a continuar comprándolos de todas maneras.

Posibilidades de reducción de costos

Si una empresa posee la capacidad de reducir sus costos en un entorno inflacionario, podría ser capaz de compensar el aumento que experimentarían en ese periodo sus costos laborales y de materiales.

Una empresa que cuenta con una estructura de costos fijos altos o cuya estructura de costos requiere de inversiones de capital constantes en sus activos enfrenta una situación complicada al intentar reducir sus costos en un entorno inflacionario debido a que la propia actividad que realiza le genera restricciones que no le dejan mucho margen de maniobra ni alternativas disponibles para reducir sus costos. Por el contrario, las empresas poco intensivas en capital, cuya estructura de costos está constituida en su mayoría por costos variables, tienen más alternativas disponibles en caso de necesitar reducir sus costos.

Bajos requerimientos de inversiones de capital

Para las empresas con grandes requerimientos de capital, la inflación incrementa el costo de reemplazar los activos existentes y de incorporar activos nuevos a la hoja de balance. Por ejemplo: una empresa de venta minorista que está expandiéndose puede sufrir los efectos de la inflación en el hecho de ver incrementados los costos de abrir una tienda nueva. Por otro lado, aquellas empresas que han invertido capital en el pasado, en contextos de costos bajos, pueden verse beneficiadas por un contexto inflacionario que les eleve el valor de sus viejos activos y distorsione los precios relativos hasta tal punto que le brinde posiblemente a la empresa la oportunidad de venderlo o alquilarlo a un precio que, en términos reales, hubiera sido muy difícil de conseguir si el ‘ruido’ provocado por la inflación en los precios relativos no hubiera dificultado el descubrimiento del verdadero precio de los activos por parte de los agentes económicos.

Bajos niveles de deuda en su hoja de balance

El sentido común afirma que las empresas muy endeudadas se benefician de contextos inflacionarios gracias a que, mientras el valor de su deuda en términos nominales se mantiene igual, el monto adeudado se reduce en términos reales. Esto es verdad, siempre y cuando la empresa no tenga que refinanciar parte de su deuda en el corto plazo porque, en ese caso, la inflación provocará que los costos por tomar deuda nueva sean mayores. Más aún, en contextos inflacionarios los acreedores tienen incentivos para celebrar contratos solo de corto plazo y a ser más exigentes con las cláusulas que imponen a sus deudores.

Ahora bien, las empresas que tienen poca deuda en sus hojas de balance y/o tienen deuda con vencimientos de largo plazo y cuyo capital e intereses no se ajustan por inflación se encuentran en una mejor posición para evitar ser perjudicadas financieramente por el contexto inflacionario.

Riesgos de la inflación

Además de lo ya explicado por Fernández (2018b) con respecto a la disminución del valor de las empresas provocada porque la inflación aumenta la base imponible del impuesto a las ganancias y propicia, como consecuencia de eso, que el gobierno se lleve en concepto de impuestos una cantidad mayor a la que proporcionalmente se llevan los gobiernos de países sin inflación, existen otros riesgos adicionales que generan los contextos de inflación alta y que atentan contra el valor de las empresas así que es necesario que el inversor conozca de qué manera estos riesgos pueden afectar al valor de la empresa que está analizando o al de aquellas en las que ha invertido.

Los dos riesgos más significativos que deben tenerse en cuenta son:

- **Inflación de salarios:** Las empresas que cuentan con una gran cantidad de empleados enfrentan, en contextos inflacionarios, el riesgo de un aumento en sus costos totales como resultado del ajuste por inflación de los salarios de sus trabajadores. Más allá de si la suba de los salarios provino de un aumento del salario mínimo, presiones de los sindicatos, cambios de regulaciones, etc, lo cierto es que, en empresas muy intensivas en mano de obra este tipo de contextos puede provocarles una disminución importante de sus free cashflows que a su vez se traducirá en una disminución del valor de la compañía.
- **Subas de tasas de interés:** Las valuaciones de las empresas se ven afectadas negativamente por las subas de tasas de interés, aunque eso no necesariamente significa que el precio de las acciones de las empresas bajará debido a que la tasa de interés es tan solo uno de los factores que intervienen en la valuación de una compañía y su efecto negativo podría ser más que compensado por los efectos positivos que generan en el valor de la empresa factores como el aumento de los ingresos y los márgenes de rentabilidad. Aun así, si la suba de tasas se produce como respuesta a un contexto de inflación creciente que está aumentando costos operativos y financieros de las empresas a la vez que también disminuye sus ingresos y márgenes de rentabilidad, es bastante probable que todo ese coctel termine provocando una disminución en el valor de las empresas cotizantes en el mercado debido a que son todos factores que contribuyen a eso.

La evaluación de los efectos de la inflación en inversiones potenciales y/o actuales debería concluir con el inversor teniendo claro si las empresas analizadas serán capaces de mantener una evolución positiva de sus cashflows en términos reales en escenarios en los que la tasa de interés y los costos ligados a salarios, materiales y deuda están aumentando como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo que está sufriendo la moneda.

¿Tiene la empresa una hoja de balance sólida o débil?

Para una empresa que está enfrentando un hecho negativo e inesperado para sus ingresos, costos o situación financiera, tener una hoja de balance sólida en términos financieros puede ser la diferencia entre que la empresa termine afrontando la insolvencia financiera o que eso sea meramente un inconveniente temporal. Adicionalmente, una hoja de balance fuerte le brinda a la gerencia la suficiente flexibilidad financiera como para asumir riesgos y aprovechar las diferentes oportunidades de negocios que se le presenten a lo largo de todo tipo de contextos económicos.

El principal objetivo del inversor en relación a esto consiste en determinar si los flujos de caja que los negocios de la empresa le generan son lo suficientemente predecibles y grandes como para asegurar los pagos de deuda (sobre todo los intereses porque el capital puede refinanciarse). Para esto último, se acostumbra a calcular el ratio de cobertura de intereses (Resultado operativo / Intereses pagados) y verificar que sea mayor a 2, de tal manera de tener un margen de seguridad por si los cashflows de la empresa disminuyen. Aun así, ese ‘margen de seguridad financiero’ no solo

está compuesto por elementos cuantitativos sino además por elementos cualitativos que se detallan a continuación:

Identificar la motivación de la gerencia para tomar deuda

De ser posible, es de mucha utilidad conocer las motivaciones que hay detrás de la deuda que se encuentra en el balance. ¿Se tomó deuda para cubrir pérdidas, realizar adquisiciones, pagar un dividendo especial o financiar una nueva línea de negocio?

Este tipo de información generalmente se encuentra en las notas que acompañan a la hoja de balance en el 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) pero también es posible que los accionistas les hagan consultas a los gerentes al respecto durante las conference calls que se realizan luego de la publicación de los reportes trimestrales y anuales así que vale la pena buscar información allí también.

En ocasiones, los gerentes justifican la toma de deuda diciendo que su objetivo es mejorar la estructura de capital de la empresa y que, por esa razón, deben apalancar más a la compañía para maximizar el valor del negocio. Aunque teóricamente eso puede ser cierto hasta una determinada relación de deuda-equity, ser accionista de una empresa cuyo equipo de gerentes podría terminar eventualmente comprometiendo la salud financiera de la compañía parece ser algo bastante riesgoso.

Considerar las ventajas de que la empresa tenga poca deuda

Existen muchas ventajas provenientes del hecho de que una empresa tenga una cantidad escasa de deuda, entendiéndose por ‘escasa’ aquella deuda que puede ser cancelada completamente con menos de tres años de cashflows operativos. En primer lugar, la empresa enfrenta un riesgo mucho menor de ir a la quiebra (es muy difícil quebrar a una empresa que no tiene deuda), lo cual tranquiliza mucho las emociones de los accionistas. En segundo lugar, una hoja de balance financieramente sólida le permite a la gerencia y a los accionistas ser optimistas gracias a que la empresa tiene considerablemente más libertad, agilidad y margen de maniobra para aprovechar oportunidades de inversión que las empresas que están muy endeudadas.

El hecho de que una empresa tome deuda no es en sí mismo algo malo, pero al considerar la inversión en una empresa que tiene una cantidad ‘no escasa’ de deuda, el análisis de las características de la misma (moneda de emisión, tipos de instrumentos utilizados, intereses, amortizaciones, vencimientos) ayuda mucho a determinar el grado de riesgo que tiene implícito; cuanto más grandes sean los intereses y más cortos los vencimientos de capital, el riesgo es mayor, y viceversa.

Determinar cuánta deuda una empresa puede tomar

La capacidad de una empresa para pedir dinero prestado depende de muchos factores, tales como la estabilidad de sus ingresos, sus márgenes de rentabilidad, tamaño relativo dentro de la industria, composición de su hoja de activos y posicionamiento de sus productos/servicios en el mercado. Adicionalmente también depende de factores externos, como las condiciones del mercado de crédito y las tasas de interés.

Durante contextos crediticios complicados, como pueden ser aquellos en los que la curva de tasas de los bonos del tesoro está plana o invertida, los bancos y otras instituciones financieras están menos predispuestos a prestar dinero debido a que el margen de rentabilidad que obtienen en esos contextos de tasas es bajo; como consecuencia de eso, solo tienen incentivos para prestarle dinero a clientes con alta calidad crediticia así que, se aseguran de que eso sea así mediante el endurecimiento de los requerimientos para acceder al financiamiento. Por el contrario, en contextos de curva de tasas con pendiente muy positiva, las condiciones para acceder a créditos son mucho más laxas gracias a que, como los márgenes de rentabilidad son altos, los bancos tienen incentivos para incrementar en todo lo posible la cantidad de créditos que otorgan.

La cantidad total de deuda que una empresa puede poner en su hoja de balance depende del monto, volatilidad y tendencia de los cashflows operativos que genera, además del valor de los activos con los que puede respaldarla. Cuanto más estables sean los cashflows operativos de una empresa, mayor es la cantidad de deuda que es capaz de tolerar. Por ejemplo: Una empresa del sector de utilities, que pertenece a la industria de distribución de energía eléctrica y tiene una concesión gubernamental que le brinda el monopolio del servicio en una región del país, tiene cashflow operativos sumamente estables que le permiten soportar grandes cantidades de deuda en su hoja de balance. Por el contrario, aquellas empresas que poseen cashflows bastante sensibles al ciclo económico y/o productos/servicios cuya demanda tiene características discrecionales, no son capaces de manejar grandes cantidades de deuda debido a que corren el riesgo de enfrentar muchas dificultades para devolver el capital si sus cashflows se contraen como resultado de un contexto recesivo del ciclo económico.

Tener en cuenta la deuda fuera de balance

El cálculo total de la cantidad de deuda que tiene una empresa debe incluir también cualquier tipo de deuda fuera de la hoja balance, la cual puede definirse como todo tipo de obligación contractual que no aparece categorizada como ‘deuda’ dentro del pasivo o que directamente no aparece en la hoja de balance. Algunos ejemplos típicos son:

- Contratos de leasing
- Warrants

- Contratos de compra
- Planes de pensiones no fondeados

Los estados financieros que se encuentran dentro de los reportes trimestrales y anuales de las empresas incluyen notas que acompañan a los ítems del balance y que detallan lo que está incluido en ellos. Este tipo de deuda habitualmente se encuentra detallada en la nota titulada “Commitment and Contingencies”. Por ejemplo: Muchas empresas alquilan edificios y equipamiento utilizando contratos de leasing a largo plazo. De acuerdo con la legislación, si esos leasings son clasificados como ‘leasing operativo’ en lugar de ‘leasing de capital’ o ‘leasing financiero’, la empresa no está obligada a reportarlo en la hoja de balance sino que se declara en las notas adjuntas. Sin embargo, esta obligación contractual requiere de pagos periódicos y funciona de manera equivalente a una deuda. ¿Cómo calcular el monto que representa la deuda de un contrato de leasing de ese estilo? Una regla que suele seguirse por costumbre (y que también utilizan las agencias calificadoras de crédito) es la de multiplicar por siete el monto correspondiente a un año de alquiler ya que, de otro modo, la alternativa es descontar los flujos de los alquileres futuros a una tasa de descuento para obtener su valor presente y es un cálculo que puede tener varias complicaciones.

Otros ejemplos de deuda fuera de balance ocurren cuando una empresa compra a futuro a un precio establecido de antemano un commodity que generalmente utiliza como materia prima, ya sea carbón, gas, petróleo, café, etc, o cuando una empresa tiene pendiente la resolución de una demanda legal y realiza una estimación de lo que deberá pagar en el futuro.

Utilización de ratios para determinar la capacidad de una empresa para pagar sus deudas

Existen dos tipos de ratios que suelen utilizarse para determinar si la situación financiera de una empresa es holgada o amerita preocupación:

Ratios de Cobertura: Miden la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a obligaciones de deuda mediante la utilización de sus ganancias disponibles. De los varios formatos disponibles que tienen estos ratios, el más sensato de utilizar es el que divide la ganancia operativa (EBIT) por los intereses pagados y se considera que la situación financiera de la empresa no corre peligro cuando dicho ratio es superior a 2, aunque como ya se ha dicho, también deben considerarse los factores descriptos anteriormente que permiten determinar la cantidad de deuda que una empresa puede permitirse tomar.

En el cálculo de este tipo de ratios no es conveniente utilizar las ganancias netas de la empresa debido a que, como lo explica Fernández (2017b): “La ganancia neta de una empresa es un dato arbitrario, que puede ser manipulado y que surge luego de haber sido supuestas determinadas hipótesis de contabilización de gastos e ingresos. Por el contrario, el cashflow o flujo (dinero que va

de la caja de la empresa al bolsillo de alguien: accionistas, propietarios de deuda, etc) es una medida objetiva, una cifra única no sometida a un criterio particular”.

Ratios estáticos: Miden la capacidad que tiene una empresa para repagar sus obligaciones de deuda en un momento dado. Algunos de los ratios más utilizados son:

- Activo corriente/pasivo corriente
- $(\text{Deuda de corto plazo} + \text{deuda de largo plazo}) / \text{Equity}$
- $(\text{Deuda de corto plazo} + \text{deuda de largo plazo}) / \text{Activo}$

La desventaja que tienen estos ratios es que solo muestran el estado de situación de la empresa en un determinado momento del tiempo, lo cual puede llevar a conclusiones erróneas a quien la está analizando debido a que las empresas pueden cambiar radicalmente su situación financiera en tan solo un trimestre así que se sugiere analizar no solo la situación presente de cada ratio sino la evolución que han tenido durante, por lo menos, los últimos 3 años para así hacerse una idea de la política de gestión del endeudamiento que tiene la gerencia.

Calificadoras de riesgo

Una manera sencilla de entender la situación financiera que está atravesando la empresa es analizando las calificaciones de riesgo otorgadas a empresas como Moody's, Standard & Poor's y Fitch. No es recomendable sustituir el análisis personal de la situación financiera de la compañía por una simple calificación de riesgo pero lo cierto es que son realmente útiles como punto de partida gracias a que sus fórmulas de cálculo se encuentran disponibles públicamente y permiten saber de un vistazo lo que puede encontrarse posteriormente cuando se realice el análisis exhaustivo de la empresa ya que, para determinar su calificación, las empresas calificadoras toman en cuenta los activos de la empresa adquiridos con deuda, sus recursos financieros, ganancias operativas, gerencia y provisiones realizadas con el objetivo de asegurar pagos de deuda.

Evaluar la fortaleza financiera de la empresa en el corto plazo

Es necesario entender qué tan líquidos son los activos y pasivos que posee la empresa que se está analizando ya que eso permite conocer la cantidad de tiempo aproximada que le tomaría a la empresa convertirlos en dinero disponible en la caja de ser necesario. En otras palabras, esto ayuda a evaluar la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, las cuales son extremadamente importantes de honrar debido a que la incapacidad para hacer frente a este tipo de obligaciones es lo que causa la mayoría de las quiebras de empresas.

Los activos y pasivos están organizados en la hoja de balance de acuerdo a su liquidez, divididos en las categorías 'corriente' y 'no corriente' así que, para conocer si las necesidades de liquidez de corto plazo de la empresa pueden ser cubiertas, es necesario analizar las características de los activos corrientes.

Dinero en efectivo (cash): En algunas ocasiones, el dinero en efectivo no se encuentra tan 'disponible' como intuitivamente se cree por lo que se vuelve necesario realizar ajustes al monto que aparece en ese ítem. Por ejemplo: Muchas empresas obtienen ingresos en países extranjeros y dejan el dinero en esas jurisdicciones para no tener que pagar impuestos de repatriación por traerlo a EEUU. Esto no quiere decir que ese dinero no se encuentre disponible para la empresa sino que, para ser tenido en cuenta en la evaluación de la liquidez de corto plazo de la empresa, es necesario ajustar el monto restándole el impuesto de repatriación que debería pagar la empresa si quisiera disponer de ese dinero en EEUU. Otro ajuste que debe realizarse a la cantidad de dinero en efectivo que figura en el balance es quitar la cantidad de dinero que la empresa necesita para financiar sus operaciones durante los próximos meses ya que, por ejemplo, si necesita aumentar su inventario para hacer frente a un aumento estacional de la demanda, sería un error considerar que ese dinero estará disponible para a obligaciones de corto plazo debido a que, en realidad, estará siendo utilizado para satisfacer el aumento temporal de las necesidades de capital de trabajo de la empresa. Al realizar el cálculo de este ítem del balance el inversor debe *normalizar* previamente las cantidades de dinero disponibles teniendo en cuenta este tipo de patrones de comportamiento que suele tener. Dos ratios sugeridos por Damodaran (2005) que pueden utilizarse para evaluar este ítem del balance son Caja / Activos totales y Caja / Ingresos, mediante la comparación de sus valores con el promedio de su industria.

Cuentas por cobrar: Lo más importante de este ítem del balance es entender la calidad y la liquidez de las cuentas que lo componen, especialmente cuando se está analizando una empresa que acostumbra vender a crédito. El cálculo de la rotación de cuentas por cobrar ayuda mucho a entender qué tan rápido una empresa es capaz de convertir sus cuentas por cobrar en dinero disponible en la caja. Este ratio se calcula dividiendo las ventas netas³² por las cuentas por cobrar promedio³³ y es posible convertirlo en el número de días que le toma, en promedio, a la empresa convertir una cuenta por cobrar en dinero en efectivo mediante la división de la rotación de cuentas por cobrar por 365. Por ejemplo: si a una empresa le toma 120 días en promedio convertir una cuenta por cobrar en dinero en efectivo pero suele tener a lo sumo 30 días para pagar sus obligaciones de corto plazo, eso quiere decir que la empresa podría en algún momento terminar enfrentando una crisis de liquidez de corto plazo debido a que los vencimientos de pagos están llegando antes que el dinero necesario para pagarlos.

Inventarios: Entender cuánto tiempo le toma a una empresa convertir el inventario en dinero en efectivo ayuda al inversor a entender qué tan rápido esta sería capaz hacerse de dinero con el que

³² Ventas Netas = Ventas brutas – devoluciones (returns) – concesiones causadas por defectos (allowances) – descuentos (discounts).

³³ Se calculan sumando las cuentas por cobrar al principio y al final del periodo para luego dividir el resultado por 2.

pagar sus obligaciones de corto plazo. Para calcular la rotación de inventarios simplemente debe dividirse el costo de mercaderías vendidas por el inventario promedio³⁴ y para convertir ese número en los días que le toma a la empresa rotar el inventario hasta convertirlo en dinero en efectivo debe dividirse la rotación de inventarios por 365.

El inventario es uno de los ítems más importantes del activo y su velocidad de rotación representa una de las principales maneras en las que la empresa genera ingresos. Lograr mantener los niveles correctos de inventario no siempre es una tarea sencilla para las empresas porque, si el inventario resulta ser insuficiente, la empresa corre el riesgo de quedarse sin productos y perder ventas pero, por otro lado, tener demasiado inventario por periodos prolongados también es algo negativo porque debe pagarse por su almacenamiento y se corre el riesgo de que el inventario caduque o quede obsoleto.

Evaluar las necesidades financieras de la empresa a largo plazo

La liquidez de corto plazo es mucho más fácil de evaluar que la liquidez de largo plazo debido a que es mucho más sencillo realizar una proyección fiable de cualquier variable a corto plazo que a largo plazo. En caso de que no sea posible realizar proyecciones fiables a largo plazo de determinados ítems del balance (algo habitual en empresas con negocios muy cíclicos), eso implica que no será posible asegurar completamente la fortaleza financiera de la empresa a largo plazo y, como resultado de eso, las mediciones sobre su liquidez a largo plazo tenderán a ser menos específicas.

En última instancia, la liquidez de largo plazo de una empresa depende de si esta tiene acceso permanente al mercado de capitales, ya sea para emitir deuda o equity.

Determinar si la tasa de interés de la deuda es fija o variable

Esta información se encuentra normalmente disponible en las notas que corresponden a los ítems referidos a la deuda y que van adjuntas al balance. Si las tasas de interés son fijas, eso permite evaluar con mucha más precisión el impacto que la deuda tiene sobre la situación financiera de la empresa a largo plazo mientras que, si las tasas de interés son variables, las proyecciones financieras futuras de la empresa se vuelven menos confiables debido a que, en ese caso, se vuelve necesario plantear escenarios futuros de subas y bajas de tasas con el objetivo de evaluar posteriormente cómo quedaría establecida la situación financiera de la empresa en cada uno de ellos.

³⁴ Se calcula sumando el inventario al principio y al final del periodo para luego dividir el resultado por 2.

Especificar el calendario de maduración de la deuda

Refinanciar deudas representa un riesgo para las empresas así que es importante conocer el cronograma de vencimientos de deuda de la empresa que se está analizando, sobre todo si esta cuenta con una cantidad de deuda equivalente al 50% del activo o superior. Las fechas de vencimiento de los instrumentos de deuda emitidos por la compañía se encuentran en la nota adjunta titulada ‘Debt’ que acompaña a la hoja de balance.

Existen dos riesgos que asume una empresa cuando, en lugar de pagar sus deudas, decide refinanciarlas:

1. **Riesgo de tasas de interés:** Al intentar canjear la deuda que vence por deuda de nueva emisión se corre el riesgo de que, en ese momento, la tasa de interés aplicable a la nueva deuda sea superior a la que tuvo la deuda que está venciendo y que, por lo tanto, el costo de financiamiento de la empresa haya aumentado.
2. **Riesgo de iliquidez:** Si un vencimiento de deuda ocurre en un contexto de crisis financiera y/o recesión económica, con curva de tasas invertida, la empresa podría encontrarse con la incapacidad de refinanciar sus vencimientos de deuda ante la falta de liquidez que el contexto ha provocado.

Por todo esto lo deseable para una empresa que tiene mucha deuda es que sus vencimientos estén muy dispersos en el tiempo ya que, cuanto mayor sea la cantidad de deuda que vence en un mismo momento, mayor sería el impacto que tendrían sobre la hoja de balance de la empresa los dos riesgos anteriormente mencionados; estos riesgos, en cambio, se atenúan si la empresa estructura sus instrumentos de deuda de tal manera de evitar afrontar el vencimiento de una gran cantidad de deuda en un momento puntual.

Evaluar las cláusulas de los préstamos

Para entender si la situación financiera de una empresa que tiene mucha deuda puede ponerse muy tensa y generar problemas en el futuro, es conveniente analizar las cláusulas y condiciones que tiene la deuda emitida con el objetivo de confirmar si la empresa aún tiene condiciones holgadas de emisión de deuda o si, por el contrario, está llegando a sus límites. Las cláusulas de emisión de deuda están pensadas para proteger al acreedor así que revisar las cláusulas de las últimas emisiones puede darle al analista una idea clara con respecto a si los acreedores consideran que la empresa está volviéndose financieramente más riesgosa o no.

Este tipo de información puede encontrarse en los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) publicados por la empresa, concretamente en las notas adjuntas al balance que detallan las condiciones que tiene la deuda que la empresa ha emitido. Si al comparar las condiciones que tiene la deuda más antigua

emitida por la empresa con las condiciones que tiene la deuda de más reciente emisión y se nota un deterioro de sus cláusulas (mayor tasa de interés, vencimientos más cortos, requerimientos de mantener determinados ratios financieros en valores considerados ‘seguros’), esa es una señal bastante clara de que la situación financiera de la compañía se está deteriorando significativamente.

Determinar si la empresa tiene deuda ‘con recurso’ (recourse debt) o ‘sin recurso’ (non-recourse debt)

La forma más benigna de deuda es la ‘sin recurso’ debido a que está respaldada solo por un activo particular en lugar de ser respaldada por todos los activos de la empresa. En una situación de deuda ‘sin recurso’ respaldada por un activo, en caso de que la empresa incumpla sus compromisos de pago tiene la posibilidad de transferir el activo de garantía al acreedor como método de cancelación de la obligación.

¿Cuál es el rendimiento sobre el capital invertido que tiene la empresa?

El rendimiento sobre el capital invertido (ROIC por sus siglas en inglés) calcula la ganancia que los negocios de la empresa generaron en relación a la cantidad de dinero que se invirtió en ellos. En otras palabras, muestra qué tan eficiente y productiva es la empresa en el uso de sus activos ya que, cuantas más ganancias se generen en relación a la cantidad de inversiones requeridas para generarlas, mejores serán los negocios de la empresa. Para calcularlo es necesario dividir el resultado operativo después de impuestos (también conocido como ‘net operating profits after taxes’ o simplemente NOPAT) por el capital invertido. Existen varias versiones de lo que se considera como ‘capital invertido’, pero la más utilizada es la que afirma que es la suma de la deuda de corto y largo plazo + leasings + Equity de los accionistas – Dinero en efectivo y equivalentes. De hecho, dada la importancia que tiene esta métrica, hay empresas como Target Corporation (TGT) que realizan el cálculo del ROIC en cada uno de sus reportes trimestrales y anuales, desglosándolo además en sus diferentes componentes para que el accionista pueda entender las razones por las que varió.

Algunas reglas importantes para la interpretación del ROIC son las siguientes:

1. Una empresa que tiene un ROIC inferior al 5% es considerada de ‘mala calidad’, a menos que eso ocurra como consecuencia de que está invirtiendo mucho dinero para construir una ventaja competitiva duradera a largo plazo.
2. Una empresa cuyo ROIC es superior al 10% es considerada de ‘alta calidad’.

Los ROICs promedio de cada industria pueden ser muy diferentes entre sí debido a que dependen de lo competitiva que sea la industria, lo intensivas en capital que sean las empresas que la componen y lo fuertes que sean las ventajas competitivas que las empresas son capaces de construir. Por ejemplo: Industrias como la del software, compuesta por empresas de baja intensidad de capital y capaces de construir ventajas competitivas que mantienen contenida a la competencia durante periodos prolongados de tiempo, muestran valores de ROIC superiores al 20% mientras que industrias altamente competitivas y muy intensivas en capital, como las aerolíneas y las petroleras, suelen tener ROICs más cercanos al 5%.

¿Por qué es importante calcular el ROIC de la empresa que se está analizando?

Supóngase que se están analizando dos empresas. La primera obtiene un resultado operativo de u\$s 100.000 proveniente de u\$s 10 millones en ventas y la segunda obtiene un resultado operativo de u\$s 500.000 proveniente de u\$s 5 millones en ventas. La primera empresa obtiene un margen de rentabilidad operativa del 1% mientras que el margen operativo de la segunda es del 10% así que, a simple vista, basándose en esa información, la mayoría de los inversores preferiría invertir en la segunda empresa antes que en la primera pero, sin embargo, para poder tomar una mejor decisión es necesario determinar la cantidad de inversiones y activos que fueron necesarios para generar esos resultados operativos.

Continuando con el ejemplo, supóngase que la primera empresa necesitó de u\$s 1 millón en inversiones de capital para obtener los u\$s 100.000 de resultado operativo y que la segunda necesitó de u\$s 10 millones de capital invertido para ganar los u\$s 500.000 de resultado operativo. El ROIC de la primera empresa es del 10% ($100.000/1.000.000$) mientras que el ROIC de la segunda es de apenas el 5% ($500.000/10.000.000$) así que, luego de considerar lo eficientes que han sido ambas empresas en el uso de su capital se llega a la conclusión de que la primera empresa es de mayor calidad que la segunda debido a que necesita de una menor cantidad de capital para generar el mismo nivel de ganancias operativas. Cuanto más alto es el ROIC, mayores son las ganancias potenciales que una empresa puede generar y, por lo tanto, mayor es la creación de valor potencial que puede producir para sus accionistas. Lo ideal para un inversor es poseer empresas cuyos negocios no solo obtienen actualmente altos ROICs sino que además tienen a su disposición alternativas de reinversión que les permiten a sus negocios obtener altos ROICs durante prolongados periodos de tiempo, aunque lo cierto es que, para que este tipo de situaciones ocurran, es necesario que la empresa cuente con fuertes ventajas competitivas que les permitan proteger de la competencia esas oportunidades de inversión.

Es sumamente importante que, cuando se analiza una empresa, se calcule su ROIC y se analice su valor porque, en última instancia, el valor de una empresa está basado en los rendimientos que es

capaz de obtener sobre el capital que ha invertido. Sumado a eso, el ROIC también ha demostrado ser históricamente un buen predictor de los rendimientos de las acciones a largo plazo, las cuales tarde o temprano siguen la misma trayectoria que sigue el ROIC de la compañía. En otras palabras, si se paga un valor ‘razonable’ por las acciones de una empresa y se las mantiene por, al menos, 5 años durante los que el ROIC es del 10% cada año, es muy probable que la suba que tengan las acciones durante ese mismo periodo de tiempo sea muy similar al 50%. Dada la importancia de este concepto, no está de más volver a enfatizar que los rendimientos de las acciones y el ROIC solo serán similares cuando el inversor compre las acciones a un ‘valor justo’; es decir, a un precio que sea similar al valor arrojado por la valuación por descuento de free cashflows que previamente realizó cuando estaba analizando la compañía y planteando en ella un escenario conservador para sus cashflows en el futuro ya que, si se paga por las acciones de una empresa un precio muy alto en relación a los rendimientos que generan sus negocios subyacentes, por más alto que sea el ROIC que esté obteniendo, será poco probable que el rendimiento de las acciones durante los próximos años logre equipararlo.

Método alternativo de cálculo del ROIC

Tal como se dijo anteriormente, existen varias versiones de fórmulas utilizadas para el cálculo del ROIC; la más utilizada es la que se explicó anteriormente pero aun así, a continuación se explicará otra fórmula utilizada con menos frecuencia por ser más compleja de calcular aunque, justamente por eso, es capaz de arrojar resultados más precisos y fiables.

La ecuación básica, que posteriormente debe ser adaptada al tipo de empresa que se está analizando, es la siguiente:

$$\text{ROIC} = [\text{Ganancia Operativa} \times (1 - \text{tasa impositiva})] / \text{Capital Invertido}$$

Donde Capital Invertido = Activos totales

– Caja excedente

+/- Amortización acumulada y depreciación

+/- Goodwill u otros activos intangibles

+ Otros ítems fuera de hoja de balance

- Pasivos corrientes sin intereses

Cálculo del numerador

Buscar en el estado de resultados las ganancias operativas de la empresa (conocidas en inglés como ‘Earnings before interest and taxes’ o simplemente EBIT) y aplicarle el ajuste por impuesto a las

ganancias, lo cual se hace simplemente multiplicando $EBIT \times (1 - \text{tasa impositiva efectiva o marginal})$. Si durante ese año o trimestre la empresa tuvo algún ingreso o gasto no recurrente, por ejemplo al comprar/vender una propiedad inmobiliaria o comprar/vender una participación accionaria en otra empresa, será necesario realizar los ajustes correspondientes, quitando los efectos de ese ingreso o gasto extraordinario del cálculo del ROIC porque, al no volver a repetirse ese evento durante el próximo trimestre, está distorsionando el resultado operativo y, por lo tanto, también el cálculo del ROIC, haciéndolo parecer mejor o peor de lo que en realidad es en circunstancias normales del día a día de la empresa.

Cálculo del denominador

Lo ideal para este cálculo es incluir todas las inversiones que fueron necesarias para operar los negocios de la empresa de manera cotidiana. Para realizar el cálculo de las inversiones que fueron necesarias para obtener el ingreso operativo que se coloca en el numerador, será necesario hacer varios ajustes a los ítems mencionados anteriormente y utilizar siempre los valores promedio del último año en lugar de utilizar los que se encuentran en el último balance presentado; recordemos que, a diferencia de lo que ocurre en el estado de resultados o estado de flujo de fondos, que muestran un flujo de dinero, la hoja de balance es equivalente a una ‘foto’ tomada a las cantidades que tenían los ítems que aparecen allí en un momento específico del tiempo (el día del cierre del trimestre o año) así que, para evitar las distorsiones provocadas por la estacionalidad se recomienda que, para cada ítem de la hoja de balance se utilice su valor promedio del último año.

Quitar la caja excedente: Con el objetivo de que se entienda mejor el ROIC que los negocios de la empresa realmente están generando debe quitarse de su cálculo todo el dinero que no se esté utilizando para las operaciones diarias de la compañía. Por ejemplo: Supóngase que una empresa tiene un ROIC del 20% durante varios años y que tiene buenas oportunidades de reinversión pero que, aun así, está generando más dinero del que puede reinvertir así que la gerencia decide dejar ese dinero en la caja en lugar de repartirlo como dividendo o recomprar acciones propias debido a que cree que pueden aparecer buenas oportunidades de inversión en el futuro. En este caso, si no se quita esa caja excedente se corre el riesgo de creer erróneamente que los negocios de la empresa se están deteriorando en base a que el ROIC tenderá a caer al estar dividiendo por un número que se ha vuelto artificialmente más grande con motivo del exceso de caja.

Incluir costos de planta, propiedades y equipamiento: Deben incluirse los activos fijos necesarios para operar el negocio, tales como propiedades inmobiliarias, planta y equipamiento. En la hoja de balance este ítem aparecer con sus valores brutos y netos de amortizaciones y depreciaciones ¿Cuál utilizar? Se recomienda utilizar los valores brutos debido a que la utilización de valores netos puede aumentar artificialmente el ROIC cada año. Por ejemplo: Supóngase que una empresa genera un resultado operativo de u\$s 10.000 y que tiene equipamiento por valor de u\$s 200.000 que se deprecia al 10% por año. Si todo lo demás se mantiene constante, la sola

depreciación del equipamiento provocará que el ROIC pase de 5,5% ($10.000/180.000$) durante el primer año al 10% ($10.000/100.000$) al final del quinto año; es decir que los mismos activos, al volverse más viejos, están generando un ROIC más alto con el paso del tiempo. Para contrarrestar ese efecto resulta conveniente utilizar los valores brutos (gross book value) de los activos fijos, volviéndoles a sumar la depreciación acumulada en caso de que aparezcan solo con valores netos en el balance. Gracias a esto, la base de inversiones no se ve afectada artificialmente por la normativa contable ya que, como afirma Fernández (2017a), “la amortización es, en última instancia, un apunte contable que permite a la empresa ahorrar impuestos”, es decir que no es dinero que ingresa a la empresa o que la empresa deja de pagar sino un mero ajuste de la contabilidad que intenta cuantificar el deterioro de un activo con el paso del tiempo pero que, de ninguna manera, refleja por eso la realidad.

Activos intangibles y fondo de comercio (goodwill): Al realizar el cálculo del ROIC se recomienda excluir los activos intangibles y el fondo de comercio debido a que no son activos que la empresa deba reponer o que sufran un desgaste. Gracias a eso, también resulta más sencillo evaluar los rendimientos que generan los activos tangibles aunque, por otro lado, quitar el fondo de comercio del denominador excluye los efectos que tuvieron las adquisiciones de la empresa en la hoja de activos y, por lo tanto, como el dinero que la empresa pagó por la adquisición no se incluye en el cálculo pero los efectos de dicha adquisición efectivamente forman parte del mismo al contribuir con nuevos ingresos que luego se convierten en ganancias operativas, el valor del ROIC podría verse muy distorsionado si la empresa tiene la costumbre de crecer en base a adquisiciones. Sumado a eso, también es importante tener en cuenta que, si la gerencia pagó demasiado por una adquisición, eso podría detectarse mediante un deterioro persistente del ROIC post adquisición pero, al excluir el fondo de comercio del cálculo, esa posibilidad se pierde.

Existen algunas situaciones en las que es necesario incluir activos intangibles y fondo de comercio en el cálculo del ROIC y son básicamente aquellas en las que se analiza una empresa cuyos negocios la obligan a adquirir licencias, patentes o derechos de autor, los cuales son considerados activos intangibles pero a su vez, en este caso, representan inversiones ineludibles para la operatoria del negocio.

Obligaciones fuera de hoja de balance: Todas las deudas y obligaciones fuera de hoja de balance deben incluirse en el cálculo del ROIC debido a que son obligaciones contractuales similares a la deuda. Este tipo de ítems incluye principalmente a:

- **Leasings Operativos:** Consiste en un alquiler que implica una obligación de pago para la empresa pero que no aparece en la hoja de balance, a diferencia de los leasings de capital que efectivamente aparecen en la hoja de balance como activos o pasivos según corresponda. Los leasings operativos se encuentran en las notas adjuntas al balance que se publica en los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) y para calcular su monto pueden descontarse los pagos futuros del contrato a una tasa de descuento que represente el riesgo crediticio de la empresa o puede optarse por un camino más sencillo, multiplicando el monto de un año de alquiler por siete o

por otro número que se utilice habitualmente en ese tipo de situaciones. Las normas contables estadounidenses (conocidas como GAAP) exigen que un contrato de leasing sea clasificado como ‘de capital’ si:

- Hay una transferencia de propiedad al arrendatario al final del contrato.
- El arrendamiento contiene una opción de compra a precio rebajado.
- La vida del arrendamiento supera el 75% de la vida económica del activo.
- El valor actual de los pagos del arrendamiento supera el 90% del valor de mercado del activo.

Si no se cumple ninguna de estas condiciones, el leasing debe clasificarse como ‘operativo’. Típicamente, los activos que se alquilan en régimen de leasing operativo incluyen bienes inmuebles, aeronaves y equipos con una larga vida útil, tales como vehículos, equipos de oficina y maquinaria específica del sector.

Un detalle muy importante a tener en cuenta al incorporar a la hoja de balance un ítem que estaba fuera de ella es que no solo hay que modificar la hoja de activos o pasivos, según corresponda, sino que además debe modificarse el estado de resultados, agregando el ingreso o gasto que genera el leasing operativo que se ha capitalizado; esta modificación tendrá a su vez efecto en el resultado operativo que terminará también afectando al numerador del cálculo del ROIC. Por ejemplo: si una empresa alquila un inmueble y se desea capitalizar ese leasing operativo, además de incorporar la obligación contractual al pasivo del balance debe también agregarse el alquiler pagado a los gastos administrativos del estado de resultados.

- **Planes de pensiones no capitalizados (Unfunded pension plan):** También llamados planes de reparto, estas cuentas de jubilación pueden ser creadas por empresas o gobiernos; de hecho los programas gubernamentales de pensiones de muchos países europeos se consideran planes sin capitalización. La principal característica de estos planes es que no tienen ningún activo reservado, lo que significa que las prestaciones de jubilación suelen pagarse directamente con las aportaciones de la empresa y/o de los empleados activos de la empresa. Estos planes son gestionados por la propia empresa que utiliza sus ingresos corrientes para financiar los pagos de las pensiones a medida que son necesarios. Esto contrasta con un plan de pensiones de capitalización anticipada en el que el empresario reserva fondos sistemáticamente y por adelantado durante la vida activa del trabajador para cubrir posteriormente cualquier gasto del plan de pensiones, como los pagos a los jubilados y sus beneficiarios. Una empresa que ofrece este tipo de planes posee un pasivo que le obliga a desembolsar dinero de la caja siempre que sea necesario.
- **Cuentas por cobrar:** Hay empresa que convierten sus cuentas por cobrar en títulos que luego venden en el mercado de capitales mediante fideicomisos financieros (este proceso es conocido como ‘titulización’ o ‘securitization’ en inglés). Esas cuentas por cobrar son quitadas del balance al ser convertidas en valores negociables pero, para el cálculo del ROIC, deben ser reintegradas al activo.

Quitar pasivos corrientes que no exigen el pago de intereses: Las cuentas por pagar constituyen el ítem más representativo de esta categoría pero también podrían incluirse aquí impuestos diferidos

de un periodo diferente al actual o compensaciones y beneficios a pagar. Debido a que, por sus características, este tipo de ítems no pueden ser considerados como ‘inversiones’, deben ser removidos del cálculo del ROIC.

Evaluar la capacidad de la empresa para reinvertir sus ganancias excedentes

Es importante evitar saltar a la conclusión de que una empresa es mejor que otra solo porque tiene un alto ROIC ya que, lo que más cuenta al momento de realizar una valuación, son las posibilidades y capacidades que tiene cada empresa para reinvertir sus ganancias excedentes a altos ROICs porque, en definitiva, eso es justamente lo que le permitirá a una empresa crear más valor que la otra en el futuro.

Es escenario ideal es aquel en el que el analista es capaz de determinar el porcentaje de ganancias que la empresa es capaz de reinvertir en sus negocios y si el ROIC de las futuras inversiones será superior, inferior o idéntico al actual.

Por ejemplo: La WD-40 Company, inventora del famoso lubricante, genera grandes cantidades de free cashflows cada año en relación al ingreso operativo que obtiene pero es incapaz de reinvertir todo ese dinero en el negocio y la razón por la que eso ocurre es porque el WD-40 es un producto que ya no cuenta con grandes oportunidades de crecimiento y expansión. Como resultado de eso, la compañía paga la mayor parte de sus free cashflows en forma de dividendos a sus accionistas pero, si tan solo tuviera oportunidades para reinvertir ese dinero en negocios que generen un ROIC similar al que generan sus negocios actuales, el valor de la compañía podría incrementarse significativamente en pocos años gracias al poder de la capitalización compuesta.

Un ejemplo que contrasta con el anterior es la empresa global de gestión de activos llamada Brookfield Asset Management, la cual es capaz de reinvertir la mayoría de sus cashflows excedentes de vuelta en su principal negocio obteniendo un ROIC del 10% al 15%; esta situación convierte a Brookfield Asset Management es una empresa capaz de crear una gran cantidad de valor para sus accionistas. Que esta empresa tenga la capacidad de hacer eso tiene, por supuesto, directa relación con las características y el estado de la industria a la que pertenece pero también es consecuencia directa de las decisiones que toma la gerencia con respecto a cómo y a qué proyectos asigna el capital disponible ya que no solo es necesario que una empresa cuente con atractivas oportunidades de inversión sino que además es necesario que la gerencia sepa aprovecharlas.

¿Cómo mejorar el ROIC de una empresa?

Una empresa tiene dos formas de mejorar su ROIC; actuando sobre el numerador o sobre el denominador, es decir:

1. Utilizando su capital de manera más eficiente
2. Incrementando sus márgenes de rentabilidad operativa

Las empresas de diferentes sectores y diferentes industrias tienen a su disposición diferentes oportunidades para intentar mejorar los ítems que conforman cada parte de la ecuación del ROIC. Algunos ejemplos típicos de diferentes industrias son:

- Una empresa metalúrgica, intensiva en capital y perteneciente al sector industrial tiene fuertes requerimientos de inversión pero, una vez que las inversiones fueron realizadas, tiene una baja rotación de activos así que, como no cuenta con muchas oportunidades para incrementar la eficiencia en la utilización de su capital por su baja rotación de activos, sus principales oportunidades para mejorar su ROIC se encuentran en la mejora de sus márgenes de rentabilidad operativa.
- Las empresas pueden intentar aumentar la productividad de sus activos fijos. Si una empresa puede generar más ingresos por cada dólar de propiedades, planta y equipamiento que posee, será capaz de incrementar su ROIC gracias a eso. Las empresas que se dedican a la venta minorista o que están en la industria de los restaurantes y el ocio pueden intentar incrementar su ROIC al incrementar las horas de atención al público.
- Una empresa puede utilizar canales de venta online para mejorar la eficiencia de su inventario gracias a una mayor rotación y para bajar sus costos de ventas gracias a una menor necesidad de activos fijos, además de ser capaz de alcanzar a una mayor cantidad de clientes potenciales.
- Tener una mayor rotación de inventario le permite a las empresas operar con menores requerimientos de capital para financiar el negocio porque, cuanto más rota el inventario, más rápidamente se obtiene de vuelta el dinero que se gastó en el mismo.
- Los días de venta en rotación de cuentas por cobrar miden el promedio de días que tarda una empresa en cobrar los saldos de sus ventas a crédito. Se calcula de la siguiente manera: cuentas por cobrar x 365 / ventas a crédito. Una manera de mejorar el ROIC es disminuir la cantidad de días que la empresa tarda en cobrar sus saldos pendientes por ventas a crédito; esto es así debido a que implica que la empresa está utilizando menos capital para el funcionamiento del negocio.
- Las empresas que, por su actividad, necesitan mantener inventarios pueden mejorar su ROIC haciendo todo lo posible para que estos sean lo más bajos posible. Un ejemplo típico son las empresas que se dedican a la venta minorista, como CostCo, que tiene en sus tiendas una menor variedad de productos que Wal-Mart, su principal competidor, focalizándose solo en aquellos productos que se venden rápidamente y evitando aquellos que tardan mucho tiempo

en venderse. Gracias a esta política, el inventario de la empresa rota rápidamente y fomenta que los niveles promedio de inventario sean bajos en relación a sus competidores, disminuyendo de esa manera el capital invertido en el negocio y mejorando su ROIC como consecuencia de eso.

Contextos en los que el ROIC es de poca utilidad

En las empresas cuyos negocios requieren una muy baja intensidad de capital este ratio es de poca utilidad ya que, en esas empresas, el ‘capital’ que genera el valor del negocio no es ‘físico’ sino que es principalmente ‘humano’, lo cual no queda registrado en la hoja de activos. Algunos ejemplos representativos son las empresas de servicios informáticos o las gestoras de inversiones.

No confiar en el ROIC histórico al hacer proyecciones a futuro

Es un grave error confiar en que los valores de ROIC que la empresa históricamente ha obtenido continuarán manteniéndose indefinidamente a futuro ya que es habitual que los rendimientos sobre el capital declinen a medida que la empresa crece y se van reduciendo las oportunidades que tiene para reinvertir a altos ROICs las ganancias que generan sus negocios.

Existen muy pocos casos de empresas cuyos negocios les han permitido mantener altos ROICs durante periodos muy prolongados de tiempo, e incluso en esos casos, al tratarse de empresas que se especializaban en algún nicho muy concreto de negocio, tenían a su disposición oportunidades muy limitadas para reinvertir sus ganancias en el mismo negocio.

Al estar analizando una empresa y realizar proyecciones a futuro de su ROIC es importante asegurarse de que no se están extrapolando los rendimientos pasados sin entender cómo y por qué esos ROICs fueron generados y cómo y por qué los ROICs futuros serán generados por los negocios de la empresa.

Algunas consideraciones a tener en cuenta al realizar proyecciones futuras del ROIC de una empresa son las siguientes:

- Si la empresa tiene un nuevo producto/servicio que, gracias a una competencia limitada, está obteniendo altos ROICs durante sus primeros años de vida debe tenerse especial cuidado al proyectar esos rendimientos a futuro porque, si la competencia en ese mercado aumenta y/o se pone más agresiva, es bastante probable que los ROICs futuros sean menores a los actuales.
- Si un analista está evaluando una empresa cuyos negocios crecen al expandirse geográficamente (restaurantes, venta minorista, comidas, bebidas, etc) y detecta que la

empresa ha saturado sus oportunidades de crecimiento en las mejores ubicaciones, quedándole solo disponibles oportunidades de expansión en ubicaciones geográficas más pequeñas que no serán capaces de generar tantos ingresos como las ubicaciones actuales, está obligado en esos casos a proyectar a futuro ROICs menores al actual.

- Cambios en regulaciones gubernamentales pueden obligar a las empresas de determinadas industrias a invertir capital de manera poco productiva, solo para cumplir con la regulación. Ejemplos muy comunes de eso son las regulaciones ambientales. Si se está analizando una empresa cuya industria está sufriendo un cambio de regulación que la obligará a invertir capital de manera poco productiva, será necesario tener eso en cuenta al proyectar su ROIC a futuro.

Limitaciones al realizar comparaciones

La comparación de ROICs entre empresas es una tarea complicada de realizar, incluso si estas pertenecen a la misma industria ya que, en la mayoría de los casos, es necesario realizar ajustes para que la comparación tenga sentido. Si se están comparando dos empresas intensivas en capital que pertenecen a la misma industria (por ejemplo, refinerías de petróleo) pero una de ellas existe desde hace varias décadas mientras que la otra tiene menos de 10 años de vida, será necesario ajustar por inflación el valor de los activos de la empresa más vieja porque, incluso si la inflación anual es baja, con la acumulación de los años la diferencia de precios puede volverse significativa.

La metodología contable utilizada en los estados financieros de las empresas es otro factor a tener en cuenta por lo que, al comparar ROICs de empresas, es necesario asegurarse que ambas utilizan la misma normativa contable en sus balances.

Al comparar una empresa que se encuentra en rápido crecimiento con otra que tiene un crecimiento mucho más moderado es razonable que la segunda tenga un ROIC más alto que la primera debido a que la empresa que está creciendo más rápido seguramente está realizando más inversiones para fomentar el crecimiento de sus ingresos futuros y, por lo tanto, el denominador de su ROIC está aumentando mucho más en proporción a lo que aumenta el numerador como consecuencia de que se requiere tiempo para que las nuevas inversiones se transformen en aumento de ingresos.

Las empresas que están constantemente reinvertiendo sus ganancias en el negocio con el objetivo de construir ventajas competitivas duraderas a largo plazo suelen mostrar ROICs temporalmente más bajos que empresas de su misma industria que reinvierten poco o nada. Esto tiene el desafortunado efecto de reducir el ROIC de las empresas cuya gerencia está tomando buenas decisiones de inversión que se traducirán eventualmente en un mayor crecimiento de ingresos a futuro a la vez que muestra ROICs relativamente más altos en empresas cuyos gerentes están dejando pasar oportunidades de inversión que podrían traducirse en un debilitamiento de sus ventajas competitivas. El inversor debe ser muy consciente de esta situación para no dejarse engañar por

estas distorsiones temporales que sufren los ROICs ya que podrían llevarlo a decidir invertir en la empresa equivocada.

Paso 5: Evaluar la distribución de los cashflows y las ganancias

Es futuro es inherentemente incierto. Ningún analista puede asegurar con un 100% de probabilidad que una empresa generará una determinada cantidad de ganancias durante los próximos dos o tres años pero sí es posible determinar con mayores o menores grados de certeza rangos de valores en los que las ganancias futuras de las empresas pueden moverse en el futuro. El rango o distribución de probabilidad dentro de la que pueden moverse las futuras ganancias de una empresa es un factor clave que determina cuánto un inversor debería estar dispuesto a pagar para invertir en ella. Cuanto mayor es la amplitud del rango de posibles valores que pueden tener las ganancias futuras de una empresa, más difícil es valuarla y, por lo tanto, saber a qué precios representa una buena oportunidad de inversión; la consecuencia directa de esto es que los inversores tienen fuertes incentivos para considerar que esa empresa representa una buena oportunidad de inversión solo cuando su valuación es notoriamente baja.

Dependiendo del sector y de la industria a la que pertenezca la empresa, sus distribuciones de ganancias futuras pueden ser más amplias o estrechas. Por ejemplo: no es lo mismo obtener ganancias recurrentes provenientes de suscripciones de clientes que obtenerlas por la venta de productos o servicios discrecionales ya que, en el primer caso, la empresa obtiene una corriente de ingresos más estable y predecible a futuro que en el segundo. Una empresa del sector de consumo básico como Procter & Gamble difícilmente vea un incremento del 50% en sus ventas de detergente a lo largo de un año pero, de la misma manera, tampoco verá una caída de igual magnitud en el mismo periodo de tiempo.

Cuando la distribución de probabilidad de las ganancias futuras de una empresa es estrecha, eso permite valuarla mediante una simple prolongación de la tendencia de los cashflows actuales a futuro mientras que, por el contrario, cuando la distribución de las potenciales ganancias futuras de una empresa es amplia, la valuación debe contemplar diferentes escenarios (alcista, bajista y neutral) o, mejor aún, utilizar la simulación de Monte Carlo para que la estimación del ‘fair value’ de la compañía no sea un número puntual sino un histograma de valores que permita al inversor conocer el rango de valores donde es más probable que se ubique el verdadero valor de la empresa durante los próximos años; dicha simulación parte de una gama de escenarios futuros propuestos para las variables más importantes que participan en la valuación, es decir: márgenes de rentabilidad operativa, inversiones de capital, costo de capital, estructura de capital, etc.

¿Qué estándar de contabilidad utiliza la empresa?

El objetivo de responder a esta pregunta es determinar si la gerencia utiliza métodos contables ‘conservadores’ o ‘liberales’ ya que eso influye en las ganancias operativas que la empresa reporta. En determinados casos resulta necesario que el analista realice ajustes a los números contables con el objetivo de conocer exactamente cuáles son las ganancias que los negocios de la empresa le generan, y la razón para que ocurra eso es que, a pesar de que todas las empresas en EEUU utilizan los principios de contabilidad generalmente aceptados (conocidos como GAAP por sus siglas en inglés) en sus reportes financieros, dentro de ese estándar existen varias maneras de calcular los valores de algunos ítems y, si no se es consciente de la manera en la que algunos ítems de los estados contables son calculados, sus valores pueden llevar al analista a conclusiones erróneas.

Leer las notas adjuntas referidas al impuesto a las ganancias

Un buen lugar para comenzar la búsqueda es el 10-K (20-F) o 10-Q (6-K) de la empresa, concretamente la nota adjunta al estado de resultados que se refiere específicamente al impuesto a las ganancias (income tax).

Las empresas en EEUU mantienen dos tipos de libros contables: Uno de ellos basado en GAAP y el otro utilizado para calcular la cantidad de impuestos que la empresa debe pagar al Internal Revenue Service (IRS). Los libros para el IRS tienden a utilizar estándares conservadores debido a que, en la mayoría de los casos, las empresas intentan minimizar sus ingresos sujetos al pago de impuestos pero, por otro lado, la gerencia tiene varios métodos a disposición para calcular los ingresos utilizando el estándar GAAP en su otro libro contable. Esta situación provoca que, si existe una diferencia muy grande entre las ganancias reportadas en GAAP (conocida como ‘provisión para impuesto a las ganancias’) y las reportadas en IRS (conocidas como ‘impuestos actuales’ o ‘current taxes’), esto sea explicado y ‘reconciliado’ en la nota adjunta al ítem de impuesto a las ganancias que se encuentra en el estado de resultados del reporte trimestral o anual.

Por todo lo dicho en el párrafo anterior, es necesario revisar la nota referida al impuesto a las ganancias de, por lo menos, los últimos 5 años para comparar las diferencias existentes entre la ‘provisión para impuesto a las ganancias’ y los ‘impuestos actuales’ con el objetivo de observar si existen diferencias muy grandes entre las cantidades reportadas en algunos años ya que eso podría ser una señal de conducta sospechosa por parte de la gerencia de la empresa con respecto a IRS. En caso de observar una gran diferencia entre esas cantidades reportadas durante uno o varios años, deben compararse las cantidades reportadas en el estado de resultados como ganancias netas con las cantidades reportadas como impuestos actuales ya que, si se nota que las cantidades reportadas como ganancias están desproporcionadas en relación a los impuestos reportados al IRS, eso debería hacer saltar las alarmas porque las empresas rara vez se salen con la suya cuando intentan evadir impuestos en EEUU. Por ejemplo: Si una empresa reporta ganancias netas por valor de u\$s 200

millones pero paga impuestos al IRS por valor de solo u\$s 5 millones, esa es una gran diferencia entre ambas cantidades reportadas y debe ser motivo de sospecha. En contraste, si se observa que las cantidades reportadas como ‘provisión para impuesto a las ganancias’ e ‘impuestos actuales’ son bastante similares entre sí cada año, eso indica que las ganancias reportadas con las normas GAAP son aproximadamente iguales a las ganancias reales y que, por lo tanto, no necesitan realizarse ajustes a los estados financieros con el objetivo de descubrir cuáles son las verdaderas ganancias de la empresa.

Comparar el cashflow de las operaciones con el resultado neto del ejercicio

La gerencia tiene menos flexibilidad para manipular legalmente el cashflow de las operaciones que se encuentra en el estado de flujo de fondos que la que tiene para manipular el resultado neto del periodo. Esto es así porque el resultado neto contiene una gran cantidad de estimaciones que son altamente subjetivas.

Para realizar este análisis, el analista debe comparar los valores del cashflow de las operaciones y del resultado neto del ejercicio durante los últimos tres a cinco años. Si ambas cantidades difieren muy poco entre sí a lo largo del tiempo existe una probabilidad muy baja de manipulación pero, si el ingreso neto en algún momento es muy superior (30% o más) al cashflow de las operaciones, esa es una señal de que la gerencia puede estar manipulando el resultado neto del ejercicio.

Evaluar si la gerencia está manipulando las ganancias de la empresa

Una manera objetiva de ganar conocimiento acerca de la integridad y carácter de los gerentes de una empresa es saber si utilizan principios contables ‘conservadores’ o ‘liberales’. Los libros contables de la empresa son controlados por sus gerentes así que las prácticas contables que utilizan son, hasta un cierto punto, un reflejo de la clase de personas que son. Si la contabilidad de la empresa es muy complicada de entender, eso puede ser una señal de que la gerencia en realidad no desea que se entienda claramente cómo gana dinero con sus negocios y cómo le está yendo a la compañía en general.

Las normas contables permiten manipular legalmente las ganancias de una empresa de varias maneras diferentes; eso a su vez le brinda a la gerencia la posibilidad de esconder temporalmente un deterioro que pueden estar sufriendo las ganancias del negocio o elevar artificialmente las ganancias netas con el objetivo de cumplir con las expectativas de los analistas de Wall Street.

Al valuar una empresa, el analista siempre debe tener en cuenta que los gerentes de la misma pueden manipular el estado de resultados (income statement) para dar la apariencia de que los márgenes de

rentabilidad de la empresa son mayores o menores de lo que en realidad son. Este tipo de manipulaciones puede tomar diferentes formas, entre las que destacan la modificación de reservas o provisiones para aumentar o disminuir las ganancias netas, adelantar el registro ventas de un periodo posterior para que formen parte del estado de resultados del periodo actual o postergar ventas del periodo actual para que queden registradas en un periodo posterior, incrementar la producción en exceso para incrementar los márgenes de rentabilidad bruta aprovechando las economías de escala, cambiar la forma de amortización, aumentar o disminuir temporalmente los gastos en investigación y desarrollo y/o los gastos de ventas, generales y administrativos para modificar los márgenes de rentabilidad operativa. Por todas esas formas de manipulación y otras no tan utilizadas es que, al analizar los estados financieros de una empresa es necesario que se analicen por lo menos los estados correspondientes a los últimos cinco años (si es que existen) ya que, como afirma Fernández (2018a):

“Los números de la contabilidad son ¿sólidos, líquidos o gaseosos? Si se miran sólo los de un año, gaseosos, porque pueden aumentar y disminuir de volumen según la presión que se les aplique. Si se miran los de varios años y los que la realizan no pretenden engañar, se puede argumentar que son líquidos (y que los balances y cuentas de resultados de los distintos años son vasos comunicantes) porque lo que se encoge un año se estirará en otro. Dada la flexibilidad de los números de la contabilidad es muy sorprendente que algunas empresas los utilicen como “herramienta de dirección”, para remunerar a directivos... y que algunos bancos centrales los utilicen para regular bancos...”

Al analizar el estado financiero de una empresa resulta conveniente analizar los ítems de gastos de manera cuidadosa e individual. Tanto los gastos en investigación y desarrollo como los gastos de ventas, generales y administrativos deben ser analizados en relación a las normas de la industria y a la historia de la empresa para confirmar si hay algún tipo de manipulación y para que, en caso de que los valores de dichos gastos estén demasiado alejados del promedio de la industria (ya sea de manera positiva o negativa), se averigüen las causas de dicha desviación ya que podría ser la manifestación de alguna ventaja competitiva que tiene la empresa o algún problema importante que esté atravesando.

Las formas más habituales para manipular las ganancias netas de una empresa, manteniéndose dentro de los límites aceptables de los GAAP son:

- Aumentar inapropiadamente las ventas
- Subestimar o exagerar gastos
- Manipular costos discrecionales
- Cambiar métodos contables
- Utilizar gastos de reestructuración para aumentar ganancias futuras
- Crear reservas manipulando estimaciones futuras

Para un análisis mucho más detallado sobre prácticas de manipulación contable que pretenden embellecer los estados financieros de una empresa se recomienda leer Schilit, Perler y Engelhart (2018) y Amat Salas (2017).

Aumentar inapropiadamente las ventas: La normativa contable permite contabilizar una venta antes de que el ingreso haya sido realmente ganado. Este tipo de práctica es más probable que ocurra cuando una empresa vende sus productos a través de distribuidores o revendedores, cuando tiene unos pocos y grandes clientes o cuando un representante de ventas necesita alcanzar un determinado número de ventas trimestrales.

Una manera de detectar estrategias utilizadas para aumentar artificialmente los ingresos es observar si las cuentas por cobrar han experimentado un crecimiento desproporcionado en relación con el crecimiento de los ingresos reportados durante los últimos trimestres o años. Si las cuentas por cobrar están creciendo porcentualmente más que los ingresos, y eso se mantiene así durante más de un trimestre, esa es una señal de alarma a tener en cuenta porque las tasas de crecimiento de los ingresos y de las cuentas por cobrar deberían ser aproximadamente iguales. Por ejemplo: los ingresos por ventas del fabricante de lentes de contacto Bausch and Lomb crecieron 12% en 1992 y 10% en 1993 mientras que sus cuentas por cobrar crecieron un 35% y 39% durante el mismo periodo de tiempo. La razón que estaba detrás de esa diferencia fue un cambio que hizo la gerencia en la manera en la que contabilizaba las ventas de la empresa ya que, previamente, reconocía una venta cuando el producto llegaba al consumidor final pero luego decidió reconocerlas cuando llegaba a los distribuidores, lo cual en absoluto es lo mismo porque la venta a un distribuidor no garantiza que eventualmente aparecerá un consumidor final a comprar el producto y eso sumado a que el distribuidor tiene la posibilidad de devolver los productos no vendidos. Para finales de 1994 la SEC inició una investigación sobre las prácticas contables de Bausch and Lomb que terminó confirmando que en 1993 los gerentes de la empresa elevaron artificialmente los ingresos de la compañía al reconocer erróneamente ingresos por ventas que no eran tales. Este escándalo corporativo se saldó con una reformulación de los ingresos y ganancias de la empresa, además de la salida de varios gerentes.

Hay algunas situaciones que están dentro del marco de la ley y en las que se justifica que existan diferencias entre el crecimiento de las cuentas por pagar y los ingresos aunque, como son casos excepcionales, siempre que se ve eso en un balance es motivo para sospechar de conducta inapropiada por parte de la gerencia. Algunas situaciones que generan este tipo de diferencias son los cambios en las condiciones de venta que tienen por objetivo atraer a más clientes o un deterioro de las condiciones crediticias de los actuales clientes. Por ejemplo: en lugar de exigir el pago en menos de 30 días, una empresa puede cambiar su política y extender ese periodo a 60 días, lo cual generaría temporalmente una diferencia entre el crecimiento de las ventas y las cuentas por cobrar que debería corregirse en el siguiente reporte de estados financieros.

Subestimar o exagerar gastos: Si lo desea, la gerencia tiene la posibilidad de postergar la contabilización de gastos actuales hacia periodos posteriores con el objetivo de impulsar sus ganancias en el corto plazo. Pueden hacer eso mediante la capitalización de determinados gastos puntuales durante varios periodos y, gracias a eso, tienen la posibilidad de deducirlos a lo largo de varios años en lugar de hacerlo todo de una vez, cuando el gasto ocurre. Los costos capitalizados terminan formando parte de la hoja de balance donde luego son amortizados durante varios periodos.

Los tipos de gastos más comunes que suelen capitalizarse para posteriormente amortizarlos incluyen:

- Gastos de puesta en marcha de la empresa
- Investigación y Desarrollo
- Desarrollo de software
- Costos de mantenimiento
- Marketing
- Costos de adquisición de clientes

La mejor manera de reconocer si una empresa está capitalizando alguno de sus costos es leer las notas adjuntas que acompañan a los estados financieros que se encuentran en los reportes trimestrales y anuales.

Por ejemplo: En 1994, durante el auge de internet en el mundo, el proveedor de internet América Online (AOL) declaró en las notas adjuntas a sus estados financieros que estaba clasificando sus costos de marketing como un activo en su hoja de balance en lugar de clasificarlo como un gasto operativo, dándoles el nombre de ‘Costos diferidos de adquisición de suscriptores’ (Deferred subscriber acquisition costs). Comenzando en 2001 y hasta Mayo de 2002, la gerencia de la empresa de telecomunicaciones WorldCom capitalizó más de u\$s 9.000 millones de gastos ordinarios con el objetivo de enmascarar y ocultar su situación financiera en deterioro e incrementar el precio de las acciones de la compañía. El 21 de julio de 2002, WorldCom se declaró en bancarota y tres años después, en marzo de 2005, su CEO Bernard Ebbers fue condenado por fraude a la pena de 25 años de prisión.

Manipular costos discrecionales: Bajo esta categoría se encuentran varios de los costos mencionados anteriormente: Marketing, mantenimiento e investigación y desarrollo, los cuales pueden ser manipulados con el objetivo de suavizar la variabilidad de las ganancias de la empresa. Al ser gastos discrecionales, la gerencia puede cortar súbitamente el gasto en cualquiera de esas áreas con el objetivo de cumplir un objetivo de ganancias reportadas. La súbita reducción de estos gastos no es por supuesto algo ‘gratuito’ ya que pueden comprometer la viabilidad a largo plazo de los negocios de la empresa así que, es tarea del analista monitorizar el comportamiento de estos gastos en cada reporte trimestral con el objetivo de detectar patrones de comportamiento irregular. Si se detecta, por ejemplo, que el gasto en investigación y desarrollo cae abruptamente en un

trimestre en relación al mismo trimestre del año anterior, esto puede ser un indicativo de que la gerencia está intentando suavizar el comportamiento de las ganancias reportadas.

La manipulación de gastos discrecionales es una práctica bastante común, a tal punto que Graham, Harvey y Rajgopal (2005) encuestaron a 401 ejecutivos financieros de EEUU preguntándoles por las acciones que tomarían para suavizar las ganancias y cumplir con las estimaciones de los analistas de ser necesario y 80% de los encuestados respondieron que, con el objetivo de cumplir una meta de ganancias, reducirían gastos discrecionales en publicidad, mantenimiento e investigación y desarrollo.

Cambiar métodos contables: Los cambios en los métodos contables que la empresa utiliza en sus estados financieros son siempre un acto sospechoso de la gerencia por lo que, siempre que ocurran, la empresa debe explicar en una nota adjunta a los estados financieros el cambio realizado en las normas contables y el impacto que dicho cambio tendrá en las ganancias.

Un método comúnmente utilizado para diferir gastos es extender la vida útil de los activos con el objetivo de reducir su depreciación. Aun así, al hacerlo debe informar de tal situación en las notas adjuntas a los estados financieros, ya sea que haya extendido la vida útil de un activo o cambiado sus métodos de depreciación. Otra práctica que suele utilizarse es la de disminuir el valor de libros de un activo cuando el valor presente de los flujos de fondos que generará a futuro es menor a su valor de libros actual. Gracias a eso, la gerencia puede disminuir el valor de algunos activos durante los años en los que las ganancias son bastante magras ya que, gracias a que esa disminución reduce el valor de las depreciaciones y amortizaciones, las ganancias automáticamente se incrementarán por ese mero truco contable.

Gastos de reestructuración o gastos de una única vez: Una empresa declara gastos de reestructuración cuando incurre en gastos de una sola vez o muy poco frecuentes en el proceso de reorganizar sus operaciones y así mejorar su rentabilidad y eficiencia a largo plazo. Los gastos de reestructuración se contabilizan como gastos no operativos ya que no se espera que se repitan en el futuro. Aun así, aunque se trata de costos no recurrentes, se incluyen en el estado de resultados y se utilizan para calcular el resultado neto del ejercicio. A menudo, los analistas "normalizan" o "limpian" las ganancias de los costos de reestructuración para brindar un mejor entendimiento de la rentabilidad a largo plazo de la empresa. Una práctica que suelen usar los gerentes cuando deben reportar gastos de reestructuración es la de incluir gastos extras que luego serán revertidos en futuros estados financieros que harán ver al resultado del ejercicio mejor de lo que en realidad es. Cuando ocurren este tipo de reversiones son reportadas en las notas adjuntas de los estados financieros bajo el título de 'reservas de pasivos (liability reserves)'. Típicamente, una reserva de pasivo se establece como un gasto mediante el registro previo de los costos esperados para la reestructuración y acreditando al mismo tiempo una reserva de reestructuración u otros pasivos devengados o cuentas por pagar a modo de pasivo en la hoja de balance. Posteriormente, a medida que los gastos de la reestructuración son pagados con dinero de la caja, la reserva de pasivos va siendo reducida y, si la gerencia inicialmente sobre-estimó la cantidad de gastos que implicaría la

reestructuración, puede eventualmente revertir el pasivo y agregar esa cantidad a las ganancias. Por ejemplo: Cuando Albert Dunlap se convirtió en el CEO de Sunbeam Products en julio de 1996 incurrió en grandes gastos de reestructuración que redujeron el ingreso neto de la empresa desde u\$s 50 millones en 1995 a una pérdida de u\$s 228 millones en 1996. Al registrar costos de reestructuración tan altos, la empresa aprovechó para mover gastos futuros al balance de 1996 y, gracias a eso, el ingreso neto de 1997 saltó a u\$s 109 millones, más del doble de lo reportado dos años antes. Posteriormente se descubrió que Dunlap estaba manipulando las ganancias al crear enormes reservas para gastos de reestructuración que luego revertía en años posteriores. En 2001, la SEC demandó a Dunlap por fraude y le prohibió volver a ocupar un cargo ejecutivo en empresas que coticen en bolsa.

Creación de reservas: Las reservas son habitualmente conocidas como el ‘frasco de galletitas’ de la manipulación contable debido a que requieren de un alto grado de juicio para ser estimadas correctamente. El término ‘frasco de galletitas’ refiere a la posibilidad que la contabilidad le brinda a la gerencia de ‘almacenar ganancias’ de manera artificial dentro de la hoja de balance gracias a lo cual, una gerencia deshonesto puede en el futuro ‘meter la mano en el frasco y extraerlas’ para mostrarlas en años futuros de baja rentabilidad o pérdidas, atenuando de esa manera el impacto que los hechos negativos pueden tener en los estados financieros de la compañía. Esta conducta por parte de la gerencia no es, por supuesto, algo deseable para el accionista porque lleva a una interpretación engañosa de los estados financieros de la empresa.

Como resultado de que existe una alta discrecionalidad en la creación de reservas contables, la gerencia puede sobre-estimar adrede el tamaño de una reserva para posteriormente deshacerla e incrementar las ganancias futuras de la compañía. Las diferentes razones para las que puede reservarse dinero son:

- Deuda mala, con morosidad o incobrable
- Devoluciones de ventas
- Obsolescencia del inventario
- Garantías
- Problemas con productos que provoquen reclamos de clientes
- Litigios judiciales
- Contingencias ambientales

Para crear reservas, la gerencia tiene que tomar dinero de las ganancias de la empresa alegando alguna de las razones anteriormente mencionadas y, si lo desea, puede utilizar estimaciones irreales al momento de calcular el monto a reservar. La normativa le brinda la posibilidad de sobre-estimar reservas en buenos tiempos, cuyos montos cortará e incluso revertirán en los malos tiempos. Esto es lo que permite a las reservas convertirse en una herramienta muy conveniente para la suavización de ganancias por parte de la gerencia y es la razón por la cual tanto analistas como accionistas deben observar las provisiones para cuentas dudosas (allowance for doubtful accounts) que se encuentran en las notas adjuntas al balance para, de esa manera, comparar el monto reservado con los cargos

que realmente se realizaron. Si se detecta que las estimaciones para la cuenta de provisión se incrementan y disminuyen a lo largo de un periodo de, por lo menos, tres años en una cantidad lo suficientemente significativa como para sospechar de manipulación mientras que, a lo largo del mismo periodo, los montos de los cargos para los que se crea la provisión se mantienen relativamente constantes, esa es una señal bastante clara de que la gerencia está utilizando las reservas para manipular las ganancias.

¿Los ingresos que genera la empresa son recurrentes o provenientes de transacciones ‘de una sola vez’?

Las empresas que obtienen sus ingresos de fuentes recurrentes son más sencillas de valorar que las que obtienen ingresos principalmente de fuentes discrecionales o de transacciones de una sola vez. Algunos ejemplos de este tipo de negocios incluyen:

- Negocios basados en suscripción, como los que ofrecen video y audio por streaming (Netflix, Amazon, Disney, Spotify) o los que ofrecen una plataforma de servicios de software basados en suscripción, como Office 365 de Microsoft.
- Negocios del estilo de las ‘hojas y máquinas de afeitar’ en el que se vende un producto y luego accesorios o servicios consumibles de ese producto, que son los que realmente generan la ganancia. Las máquinas de sacar fotos seguían antes este modelo vendiendo rollos y también lo siguen las impresoras con los cartuchos de tinta y las máquinas de café con cápsulas. Un modelo similar es el de los teléfonos celulares con el abono mensual de servicios y el de la venta de un producto para luego ofrecer el servicio de mantenimiento.
- Empresas que ofrecen franquicias y reciben periódicamente regalías de sus franquiciados.
- Empresas que ofrecen servicios a clientes mediante contratos de varios años que generalmente se renuevan.

Al momento de valorar empresas, uno de los casos más sencillos para proyectar sus ingresos futuros es el de las que tienen este tipo de negocios de ingresos recurrentes. La relativa sencillez radica en que la base sobre la que parte la proyección de los ingresos futuros no es cero sino un determinado porcentaje de las ventas del año anterior. Por ejemplo: Supóngase que una empresa obtiene ganancias de u\$s 1 por acción, del cual u\$s 0,90 provienen de ingresos recurrentes; en ese caso, el analista sabe que solo u\$s 0,10 provienen de una fuente de ingresos que corre un mayor riesgo de no repetirse durante el próximo periodo, lo cual aumenta mucho la probabilidad de que las estimaciones de ingresos que se realicen sean sensatas. El hecho de que los ingresos sean recurrentes ayuda a que las nuevas ventas se incorporen a la base de ingresos de la compañía en lugar de tener que reemplazar ingresos perdidos.

Otras importantes ventajas que tienen las empresas cuyos negocios obtienen ingresos recurrentes son:

- **Menor dependencia de nuevos productos:** La empresa no tiene que estar continuamente desarrollando y lanzando al mercado nuevos productos/servicios para reemplazar los ingresos del año anterior. En el otro lado del espectro se encuentran las empresas que obtienen sus ingresos mediante transacciones de una sola vez (por ejemplo, las automotrices) y aquellas que dependen de estar continuamente vendiendo, como mínimo, la misma cantidad de productos del año anterior para lograr mantener el mismo nivel de ingresos. Este tipo de empresas comprende principalmente a las que venden productos/servicios de características discrecionales y se encuentran principalmente en los sectores de tecnología y consumo discrecional, aunque también existen varios exponentes de este tipo de empresas en el sector industrial, con la diferencia de que en ese sector, las relaciones entre empresas suelen formalizarse mediante contratos. Los negocios de las empresas de este lado del espectro dependen de órdenes de compra que llegan de una en una y sin garantía o previsibilidad sobre la corriente de ingresos futura, lo cual las hace relativamente más difíciles de valorar que aquellas que cuentan con flujos de ingresos más previsibles.
- **Mayor previsibilidad para la gerencia:** Si resulta muy difícil poder estimar cómo le irá a los negocios de la empresa en el futuro inmediato o a mediano plazo (3 a 24 meses), se les dificulta a sus gerentes poder ejercer la función empresarial, realizando los cálculos económicos que les permitan determinar, con el mayor grado de exactitud posible, qué producir, de qué manera y en qué cantidad, dificultando también como consecuencia de eso las decisiones referentes a, en qué invertir y cuánto invertir, además de cuánto dinero presupuestar para futuros gastos; todo esto aumenta las probabilidades de cometer errores en la toma de decisión empresarial y terminar destruyendo valor de los accionistas. Por ejemplo: Si la gerencia de una empresa sobreestima su pronóstico de ventas para los próximos 12 meses y presupuesta gastos en base a esos niveles de ventas, el negocio corre el riesgo de generar pérdidas. En cambio, tener negocios con ingresos recurrentes ayuda a ponerle un límite a lo que pueden caer las ganancias de una empresa si la gerencia comete un error en sus previsiones futuras.

La fuente más habitual de información referente a ingresos recurrentes de las empresas se encuentra en la sección ‘Management’s Discussion and Analysis (MD&A)’ de los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K). Por ejemplo: En esa sección del 10-K del año 2020, la empresa Choice Hotels dice que “Our Company generates revenues, income and cash flows primarily from our hotel franchising operations and the initial, relicensing and continuing royalty fees attributable to our franchise agreements” (Nuestra compañía genera ingresos y flujos de caja principalmente de nuestras operaciones de franquicia hotelera y de las regalías iniciales, de re-licencia y continuas atribuibles a nuestros acuerdos de franquicia). Esa frase indica que Choice Hotels genera la mayor parte de sus ingresos de fuentes recurrentes.

¿Hasta qué punto los negocios de la empresa son cíclicos, contracíclicos o resistentes a recesiones?

A medida que la economía crece o se contrae en un país o región del mundo hay industrias y empresas que se mueven de acuerdo con el ciclo económico mientras que otras se mueven en la dirección opuesta y otras que incluso son poco afectadas por la marcha de la economía.

Existe un espectro muy amplio de maneras en las que una empresa puede reaccionar a las variaciones en el ciclo económico. Por lo general, si las ganancias de una empresa declinan mucho durante una recesión o contracción económica, su negocio es clasificado como ‘cíclico’ mientras que, si sus ganancias crecen durante una recesión o contracción económica o se ven poco afectadas por esos contextos económicos, la empresa es clasificada como ‘contracíclica’. Antes de realizar estimaciones de ganancias futuras, es muy importante determinar el grado de ciclicidad o contraciclicidad de los negocios de la empresa que se está analizando porque las ganancias que son muy sensibles al ciclo económico, ya sea a favor o en contra de este, son mucho más difíciles de predecir que las ganancias que muestran una mayor estabilidad a lo largo del ciclo económico, lo cual repercute directamente en el comportamiento del inversor ya que, a mayor volatilidad de las ganancias, más baja es la valuación que un inversor sensato está dispuesto a pagar por las acciones de una empresa.

Por ejemplo: Es muy difícil poder predecir con un alto grado de certidumbre los ingresos futuros de una empresa constructora de casas y edificios debido a que la demanda de hogares y departamentos es influenciada por una gran multiplicidad de factores entre los que se destacan las tasas de interés, los costos de los materiales, la tasa de desempleo (las personas no compran casas cuando están preocupadas por perder sus empleos) y, en definitiva, la evolución general de la macroeconomía. Sumado a eso, este tipo de empresas realiza una actividad muy intensiva en capital así que, ya sea por el alto apalancamiento operativo que tienen como también por el comportamiento de los factores que afectan a la demanda de los productos que ofrecen, es realmente difícil, sino imposible, poder predecir con razonable fiabilidad de qué manera estos factores cambiarán en el futuro y qué efecto tendrán sobre los ingresos y ganancias de este tipo de compañías.

Para poder determinar el grado de ciclicidad o contraciclicidad de los negocios de una empresa es necesario, ante todo, preguntarse por el tipo de condiciones económicas que le facilitan a la empresa la atracción de nuevos clientes y nuevas ventas. Si una empresa incrementa sus ganancias operativas cuando la macroeconomía del país en el que opera se expande pero a su vez, sufre una gran caída en sus ganancias cuando la macroeconomía se contrae, es considerada como ‘cíclica’. Por lo general se trata de empresas cuyos clientes pueden diferir la compra de sus productos o servicios durante contextos de recesión o contracción de la actividad económica, y cuanto mayor sea el tiempo durante el cual los clientes pueden diferir dicha compra, más cíclica la empresa será.

Empresas resistentes a recesiones

Una empresa resistente a recesiones (algo bastante raro de encontrar) es aquella en la que las ganancias de sus negocios son menos afectadas por una contracción de la actividad económica que el promedio del mercado.

Para entender si los negocios de una empresa son resistentes a recesiones, una buena manera de comenzar es estudiar cómo respondieron a alguna recesión económica pasada, por ejemplo, leyendo la sección ‘Management’s discussion and analysis (MD&A) del 10-K (20-F) o los 10-Q (6-K) del año 2007 y 2008. Con el objetivo de entender los efectos que tienen las recesiones en los estados financieros de la empresa, deben buscarse en esos reportes las razones que le atribuye la gerencia a los cambios en ítems importantes del estado de resultados, como los ingresos y márgenes de rentabilidad operativa. Otra fuente que puede resultar de utilidad para la búsqueda de esa información son las conference calls que se realizan luego de la publicación trimestral de los estados financieros de la empresa y cuya transcripción se encuentra en la web de relaciones con el inversor ya que es bastante probable que, en un contexto de recesión o crisis económica, haya periodistas, accionistas o analistas que les pregunten a los gerentes de la empresa por la manera en la que los negocios están respondiendo a ese contexto así que, la respuesta de los gerentes puede brindar información bastante útil al respecto.

El grado de resistencia a recesiones que tienen los negocios de las empresas depende de diferentes factores:

- La cantidad de ingresos recurrentes que la empresa genera. Más ingresos recurrentes implican una menor volatilidad en las ganancias y una mayor resistencia a recesiones.
- El porcentaje del presupuesto de los clientes que es gastado en los productos/servicios de la empresa. Si el porcentaje del presupuesto de los clientes gastado en ellos es bajo, es menos probable que decidan dejar de demandarlos en un contexto de recesión económica.
- El porcentaje de clientes de la empresa que cuyos negocios sean sensibles a los ciclos económicos y el grado de sensibilidad que tengan a dichos ciclos. Si la empresa le vende a clientes cuyos negocios son muy sensibles a los ciclos económicos, los estados financieros de estos se verán muy afectados por una recesión y tendrán fuertes incentivos para dejar de demandar los productos/servicios de la empresa mientras estén atravesando ese contexto.

Varias industrias y empresas son etiquetadas como ‘resistentes a recesiones’ debido a que fueron capaces de atravesar recesiones previas sin una pérdida significativa de ingresos. Aun así, se necesita ser cuidadoso al etiquetar a una industria o empresa como ‘resistente a recesiones’ debido a que todas las recesiones tienen similitudes pero también diferencias, las causas que les dan origen varían y el efecto que tienen sobre las diferentes industrias también. Antes de afirmar que una empresa o industria es resistente a recesiones es necesario entender también si en las recesiones atravesadas anteriormente por la empresa hubieron factores importantes como, por ejemplo, un desbalance entre oferta y demanda, regulaciones gubernamentales que la favorecían o ventajas

competitivas fuertes que contribuyeron a que la empresa soportase exitosamente recesiones anteriores pero que no garantizan que estarán presentes cuando llegue la próxima. Por ejemplo: Los casinos de Las Vegas eran considerados resistentes a recesiones durante la década de los 80s y 90s debido a que les había ido mejor que a la mayoría de las empresas durante las recesiones previas, pero la verdadera razón por la que resistieron tan bien fue porque la demanda por los casinos de Las Vegas estaba creciendo en ese momento y la oferta aún era bastante limitada. Todo eso cambió durante la recesión que sobrevino como consecuencia de la crisis financiera de 2008 ya que, en ese momento, como la oferta de casinos en Las Vegas era excesiva, eso causó que experimentasen el peor año de resultados operativos de su historia.

¿Cuál es el grado de apalancamiento operativo de la empresa y cómo impacta en el comportamiento de sus ganancias operativas?

Bajo el concepto de ‘apalancamiento operativo’ se mide el impacto que un cambio en los ingresos de la empresa tiene sobre las ganancias operativas y netas. Cuanto mayor es el apalancamiento operativo de una empresa, más difícil es predecir correctamente las ganancias futuras de sus negocios. En una empresa que tiene un alto apalancamiento operativo, un error relativamente pequeño en la predicción de sus ventas futuras puede ser magnificado a medida que se desciende en el estado de resultados hasta convertirse en un error muy grande en lo que respecta a la predicción de sus ganancias operativas y netas. Si por ejemplo, en un periodo las ventas de una empresa con alto apalancamiento operativo caen un 10%, esa característica de la compañía podría provocar que sus ganancias operativas caigan un 30% o más.

Las empresas con un alto apalancamiento operativo (es decir, con costos fijos bastante altos) típicamente reportan ganancias erráticas y muy volátiles, lo cual las vuelve muy difíciles de predecir con un alto grado de confianza y por lo tanto, convierte a la empresa en una muy difícil de valorar correctamente. Por el contrario, las empresas cuyos negocios tienen costos fijos bajos y altos costos variables muestran una baja volatilidad en sus ganancias y son más sencillas de valorar correctamente con un alto grado de confianza. Un 10% de incremento en las ventas de una empresa con bajos costos fijos y altos costos variables pueden traducirse en un 10% de aumento equivalente en las ganancias operativas; esto manifiesta que, por lo tanto, sus ganancias no son tan volátiles y tan sensibles a las variaciones de las ventas como ocurre en las empresas cuyos negocios tienen un alto apalancamiento operativo.

Las empresas con un alto apalancamiento operativo se caracterizan por tener algunas de las siguientes características:

- Sus negocios tienen un alto componente de mano de obra (capital humano).

- Sus negocios tienen altos requerimientos de gastos de capital (CapEx).
- Sus negocios tienen altos costos de materiales y de producción.
- Sus negocios requieren de mucha inversión en inventarios.

Algunos ejemplos de industrias que se caracterizan por tener un alto apalancamiento operativo son:

- Aerolíneas
- Fabricantes de acero o aluminio
- Automotrices
- Calificadoras de riesgo
- Hoteles
- Compañías mineras
- REITs
- Vendedores minoristas
- Fabricantes de químicos
- Supermercados
- Universidades

Calculando el grado de apalancamiento operativo de una empresa

Para calcular el grado de apalancamiento operativo (o sea, la sensibilidad que tiene las ganancias operativas de la empresa con respecto a sus ingresos) es necesario obtener los estados financieros que se publican en los 10-K (20-F) o 10-Q (6-K) y dividir el porcentaje de cambio del resultado operativo (operating income) por el porcentaje de cambio de los ingresos.

Cuanto mayor sea el grado de apalancamiento operativo de una empresa, mayor será la volatilidad que experimentará el resultado operativo en relación a los cambios que experimenten los ingresos. Dicho de otra manera, en las empresas con alto apalancamiento operativo, la mayoría de las veces (a menos que los costos aumenten proporcionalmente más que las ventas) el resultado operativo varía porcentualmente en la misma dirección pero de manera más que proporcional a la variación porcentual que experimentan los ingresos mientras que, en las empresas con un bajo apalancamiento operativo, la variación porcentual que experimenta el resultado operativo se mueve también (la gran mayoría de las veces) en la misma dirección que la variación experimentada por las ventas y en una proporción bastante similar a la experimentada por las mismas.

Por ejemplo: Los parques temáticos son negocios con costos fijos muy altos y bajos costos variables ya que un parque no solo requiere inicialmente de una gran inversión de capital destinada a la adquisición de terrenos y equipamiento sino que, además, anualmente requiere de inversiones significativas en nuevas atracciones con el objetivo de atraer a nuevos clientes y mantener el interés de sus clientes actuales. Los costos fijos no cambian con el número de clientes que asisten a los

parques e incluso la empresa debe incurrir en varios de esos costos cuando los parques se encuentran cerrados. Luego de alcanzado cierto nivel de asistencia al parque (y por lo tanto de ingresos), este alcanza el punto de quiebre (break-even point) a partir del cual cada ingreso adicional se traslada de manera casi íntegra al resultado operativo, contribuyendo así a engrosar el margen de rentabilidad operativa. Es por esa razón que el incentivo de este tipo de negocios está en lograr la asistencia a los parques de la mayor cantidad de clientes posible.

A continuación se muestra el estado de resultados de la empresa Six Flags Entertainment Corporation (SIX), la cual posee y opera parques temáticos y acuáticos en EEUU, Canadá y México. Nótese la variación porcentual anual de los ingresos y del resultado operativo (ambas recuadradas en color rojo):

Income Statement	31/12/20	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16
Revenues	356.58	1,487.58	1,463.71	1,359.07	1,319.40
Total Revenues	356.58	1,487.58	1,463.71	1,359.07	1,319.40
% Change YoY	(76.0%)	1.6%	7.7%	3.0%	
Cost of Goods Sold	(419.03)	(732.12)	(696.53)	(622.25)	(599.70)
Gross Profit	(62.45)	755.47	767.18	736.83	719.70
% Change YoY	(108.3%)	(1.5%)	4.1%	2.4%	
% Gross Margins	(17.5%)	50.8%	52.4%	54.2%	54.5%
Selling General & Admin Expenses	(146.92)	(200.99)	(127.00)	(155.75)	(291.09)
Depreciation & Amortization	(119.16)	(115.83)	(113.25)	(109.21)	(104.29)
Amortization of Goodwill and Intangible Assets	(1.01)	(2.41)	(2.45)	(2.47)	(2.60)
Other Operating Expenses	(267.09)	(319.22)	(242.69)	(267.42)	(397.98)
Operating Income	(329.55)	436.25	524.49	469.41	321.73
% Change YoY	(175.5%)	(16.8%)	11.7%	45.9%	

Fuente: TIKR Terminal

El alto apalancamiento operativo de esta empresa queda manifestado por las diferencias existentes entre las variaciones porcentuales anuales de los ingresos y el resultado operativo. Concretamente, la alta sensibilidad observada en el resultado operativo con respecto a la variación de los ingresos muestra los efectos que tiene en los estados financieros de una empresa el hecho de que sus costos fijos sean muy elevados. Esto además hace que la compañía sea vulnerable de dos maneras diferentes:

- Si la empresa enfrenta el riesgo de una disminución de sus ingresos, este trae aparejado el riesgo adicional y amplificado del efecto que esa disminución tendrá en sus ganancias operativas.
- Si la empresa tiene altas cantidades de deuda, ya sea esta de corto o largo plazo, esa situación unida a una caída en los ingresos puede resultar desastrosa para la compañía, a tal punto de verse imposibilitada de cumplir con sus obligaciones de pago.

Se necesita ser muy cuidadoso al invertir en empresas muy endeudadas cuyos negocios tienen un alto apalancamiento operativo debido a que pueden llegar a ir a la quiebra muy rápido como consecuencia de pequeñas disminuciones en sus ingresos que se ven amplificadas por sus altos costos fijos, los cuales las traducen en grandes caídas del resultado operativo que pueden forzarla a incumplir sus pagos de intereses y la devolución del capital adeudado.

Para poder calcular el grado de apalancamiento operativo de una empresa es necesario conocer el monto que representa el punto de quiebre (break-even) de los ingresos de sus negocios; gracias a eso, es posible determinar la magnitud del efecto que un incremento o disminución de sus ingresos tendrá sobre su resultado operativo.

Cálculo del punto de quiebre de los ingresos

Idealmente, un inversor debería saber a qué nivel de ingresos una empresa alcanza el punto de quiebre de sus ganancias; es decir, a partir de qué nivel de ingresos, las ganancias operativas de la compañía se tornan positivas. Gracias a esa información, el inversor será capaz de entender a qué nivel de ingresos el apalancamiento operativo de la empresa dejará de trabajar en contra de sus ganancias operativas para comenzar a trabajar a favor de ellas.

Un método sencillo para el cálculo del punto de quiebre de las ventas sería, por ejemplo, el siguiente: Una empresa obtiene ingresos por u\$s 1 millón, tiene un margen de rentabilidad bruta del 30% e incurre en costos fijos por u\$s 200.000; esto deja una finalmente una rentabilidad operativa de u\$s 100.000 y un punto de quiebre de ventas de u\$s 666.667 ($\text{Costos fijos} / \text{margen de rentabilidad bruta}$), siempre y cuando se asuma que todo lo demás permanece igual. Desafortunadamente, en el mundo real, todo lo demás no permanece igual y eso hace sea difícil poder calcular con precisión el punto de quiebre de las ventas/ingresos de una empresa.

Complicaciones adicionales para este cálculo surgen de la misma naturaleza de los costos ya que, incluso a los gerentes, quienes cuentan con acceso total a la información de la empresa, les resulta difícil poder calcular con exactitud los montos de sus costos fijos y variables, lo cual ocurre debido a que la mayoría de los costos fijos son más flexibles de lo que parecen: el equipamiento puede ser vendido, los empleados pueden ser despedidos, los contratos de leasing pueden ser renegociados y las líneas de producción pueden ser detenidas o eliminadas. Como consecuencia de esto, en lugar de

calcular el monto exacto que representa el punto de quiebre de los ingresos de una empresa, es más sensato intentar realizar una estimación aproximada del mismo, para lo cual se recomienda leer los reportes trimestrales y/o anuales de la empresa con el objetivo de identificar sus costos fijos y variables:

- **Costos fijos:** Un costo fijo es aquel que no cambia con el número de unidades producidas o servicios prestados por la empresa. Por ejemplo: Las empresas del sector industrial o de materiales básicos suelen caracterizarse por tener altos costos fijos.
- **Costos variables:** Son aquellos que cambian en directa proporción a los cambios en los ingresos de la empresa. Dicho de otra manera, si la empresa vende más, estos costos se incrementan y, si las ventas decrecen, también lo hacen estos costos. Por ejemplo: Las empresas típicamente conocidas por tener costos variables muy altos son las de tipo franquicia ya que sus costos varían principalmente en base al tamaño de las actividades de sus franquiciados.

El cálculo inicia en la hoja de balance, concretamente en la hoja de activos, calculando el porcentaje que representan los activos no corrientes sobre los activos totales (aunque en realidad, no se utilizan todas las cuentas de esa sección sino que suele excluirse del cálculo el ‘fondo de comercio’ o ‘goodwill’). Una empresa cuyos activos de largo plazo comprenden la mayor parte de sus activos totales es evidentemente una empresa que tiene una estructura de costos fijos altos.

Por ejemplo: En el 10-K de 2020 de la empresa Meta Platforms (META) puede verse que sus activos totales suman u\$s 159.316 Millones y que el total de sus activos de largo plazo es de u\$s 61.100 millones de los cuales u\$s 6.200 millones corresponden a inversiones de largo plazo, u\$s 45.600 millones a propiedad y equipamiento y u\$s 9.300 millones a activos que están bajo contratos de leasing de largo plazo. En total, los activos de largo plazo de FB representan casi un 38% de sus activos totales, lo cual la califica como una empresa con bajos costos fijos. Por el contrario, el 10-K del año 2020 de Southwest Airlines Co. (LUV) muestra que sus activos totales suman u\$s 34.588 millones y que el total de sus activos de largo plazo es de u\$s 26.900 millones compuestos por u\$s 20.800 millones que corresponden a equipamiento de vuelo y u\$s 6.100 millones de propiedad y equipamiento, lo cual quiere decir que los activos de largo plazo de LUV representan el 77% de sus activos totales, siendo de esta manera calificada como una empresa con altos costos fijos.

A continuación es necesario dirigirse al estado de resultados, concretamente al ítem denominado ‘gastos de ventas, generales y administrativos (sales, general and administrative expenses)’ debido a que allí es donde se encuentran los gastos operativos y, por lo tanto, la mayoría de sus costos fijos. En la nota adjunta que en ocasiones acompaña a este ítem del estado de resultados o en la sección ‘Management’s discussion and analysis (MD&A)’ o en la información suplementaria a los estados financieros de la empresa se realiza un desglose de esos gastos que permite verificar cuáles de ellos son fijos y cuáles variables.

El desglose de gastos de LUV que se encuentra en la información suplementaria que acompaña a sus estados financieros del 10-K del 2020 es el siguiente (las cantidades están expresadas en millones de dólares):

	Year ended December 31,		
	2020	2019	2018
OPERATING REVENUES:			
Passenger	\$ 7,665	\$ 20,776	\$ 20,455
Freight	161	172	175
Other	1,222	1,480	1,335
Total operating revenues	9,048	22,428	21,965
OPERATING EXPENSES, NET:			
Salaries, wages, and benefits	6,811	8,293	7,649
Payroll support and voluntary Employee programs, net	(967)	—	—
Fuel and oil	1,849	4,347	4,616
Maintenance materials and repairs	750	1,223	1,107
Landing fees and airport rentals	1,240	1,363	1,334
Depreciation and amortization	1,255	1,219	1,201
Other operating expenses	1,926	3,026	2,852
Total operating expenses, net	12,864	19,471	18,759

Mediante el análisis de cada ítem la tabla anterior (y aprovechando lo que se comenta sobre cada uno de ellos en el propio 10-K) es posible concluir que:

- **Salarios y Beneficios:** De acuerdo a lo que afirman las notas adjuntan a los estados financieros de la empresa y la sección de riesgos operacionales que se encuentra en el ítem referido a los factores de riesgo, los negocios de la empresa son intensivos en mano de obra y el 83% de sus empleados pertenecen a algún sindicato que tiene poder de negociación de salarios y condiciones de trabajo así que puede concluirse que la mayoría de los salarios y beneficios de los empleados representan costos fijos.
- **Combustible y petróleo:** En el ítem que describe el negocio de la empresa se encuentra una sección denominada ‘estructura de costos’ que muestra cómo, a pesar de que este continúa siendo el segundo gasto operativo más alto de la compañía, esta ha logrado ir disminuyendo con el paso de los años el importe que paga por galón de combustible. Debido a la propia naturaleza del negocio, los costos de combustible son fijos de corto plazo pero flexibles de largo plazo como consecuencia de que los vuelos se establecen con bastante anterioridad a sus fechas de ocurrencia y, por lo tanto, le toma tiempo a la empresa adaptar su oferta de vuelos a cambios en la demanda.
- **Mantenimiento y reparación:** En la misma sección de gastos operativos en la que se encuentra el cuadro anterior, la empresa explica que, durante 2020, los gastos de mantenimiento y reparación disminuyeron en comparación con 2019 debido a la reducción de horas de vuelo que provocó la pandemia del COVID-19 así que evidentemente se trata de un gasto variable.
- **Tasas de aterrizaje y alquiler de aeropuertos:** Las tasas de aterrizajes son costos que asume un avión por aterrizar en un aeropuerto así que podría considerarse como un gasto variable ya que depende de la cantidad de vueltos pero, dado que los calendarios de vuelos

de las aerolíneas son bastante estables, debería ser considerado como un leasing operativo y, por lo tanto, como un costo fijo. Con respecto al alquiler de instalaciones de aeropuertos, este se realiza generalmente mediante contratos de varios años así que representa un costo fijo.

- **Otros gastos operativos:** Esta es una categoría heterogénea de gastos pero, según el desglose que se encuentra en las notas adjuntas a los estados financieros, la mayoría de ellos tienen características de ser gastos fijos.

En resumen, los gastos fijos de LUV son:

- 83% de los gastos de salarios y beneficios (u\$s 5.653).
- Tasas de aterrizaje y alquiler de instalaciones de aeropuertos (u\$s 1.240).
- Depreciaciones y amortizaciones (u\$s 1.255).
- Otros gastos administrativos (u\$s 1.926).

Los gastos variables de LUV son:

- Combustible y petróleo (u\$s 1.849) debido a que, al valuar una empresa, se realizan proyecciones de flujos a largo plazo y este gasto es variable a largo plazo.
- Mantenimiento y reparación (u\$s 750)

Total de gastos operativos fijos: u\$s 10.047

Total de gastos operativos variables: u\$s 2.599

El 79,5% de los gastos operativos de LUV son fijos e incluso, como se comentó anteriormente en relación a los gastos en combustible, varios de los costos variables también son fijos a corto plazo debido a que no es tan sencillo para una aerolínea reajustar sus vuelos si repentinamente cae la demanda. Esta estructura de costos operativos dominada mayormente por costos fijos implica que, si caen los ingresos de la empresa, eso tendrá un efecto desproporcionado sobre sus ganancias operativas, a diferencia de lo que sucede en circunstancias similares en empresas cuyos negocios tienen una estructura dominada principalmente por costos variables ya que, en estas últimas, el efecto que tiene una caída de los ingresos sobre las ganancias operativas es bastante proporcional a dicha caída. En otras palabras, si por ejemplo los ingresos de LUV caen un 10% en un año, sus ganancias operativas pueden caer un 40% o más y, de hecho, esa es la razón por la que los inversores pagan valuaciones mucho más bajas por empresas con un alto apalancamiento operativo en comparación con las valuaciones que están dispuestos a pagar por empresas con un apalancamiento operativo bajo ya que, estas últimas, tienen ganancias operativas mucho más estables que las primeras. En otras palabras, si todas las otras variables que intervienen en una valuación se mantienen constantes, un inversor racional estaría dispuesto a pagar una valuación más alta por una empresa con un bajo apalancamiento operativo que por una con un apalancamiento operativo alto debido a que, racionalmente, tiene sentido pagar un valor un poco más alto por una

empresa cuyas ganancias operativas son y serán más estables que otra con la que esté siendo comparada.

El desglose de gastos de FB que se encuentra en la sección ‘Management’s discussion and analysis (MD&A)’ del 10-K del 2020 dice lo siguiente (las cantidades están en millones de dólares):

	Year Ended December 31,		
	2020	2019	2018
Revenue	\$ 85,965	\$ 70,697	\$ 55,838
Costs and expenses:			
Cost of revenue	16,692	12,770	9,355
Research and development	18,447	13,600	10,273
Marketing and sales	11,591	9,876	7,846
General and administrative	6,564	10,465	3,451
Total costs and expenses	53,294	46,711	30,925
Income from operations	32,671	23,986	24,913

Mediante el análisis de los ítems de la tabla anterior, utilizando la información que se encuentra en el propio 10-K, es posible concluir que:

- **Generales y administrativos:** La mayoría de los gastos de esta categoría son fijos ya que, en la misma sección en la que se encuentra el cuadro anterior, la empresa describe cada uno de los ítems del mismo y afirma que esta categoría se compone de gastos legales, servicios contratados a profesionales y salarios pagados a empleados de las áreas administrativas; es decir que son los gastos ‘de base’ que necesita la empresa para hacer frente a toda su burocracia administrativa, los cuales no suelen variar tanto como los costos ligados a sus diferentes segmentos de negocios.
- **Investigación y Desarrollo:** Estos gastos son variables ya que el monto destinado a ellos está sumamente ligado a la marcha que estén teniendo los negocios de la empresa y a los ingresos que estén generando.
- **Marketing y ventas:** Los gastos de ventas son variables porque se incurre en ellos en proporción a la cantidad de ventas que esté teniendo la compañía pero el gasto en marketing tiene una naturaleza mixta ya que, si bien es cierto que, por lo general, aumenta a medida que los ingresos de la empresa crecen, no necesariamente cae en proporción a los ingresos cuando estos experimentan un descenso, e incluso en los periodos en los que los ingresos de la empresa disminuyen la gerencia puede tomar la decisión de aumentar el gasto en marketing con el objetivo de impulsar una recuperación así que, en base a eso, debería concluirse que la naturaleza de los gastos en marketing es más bien mixta.

En resumen, si a los gastos anteriormente mencionados se agrega el costo fijo de las depreciaciones y amortizaciones (que según el 10-K de 2020 fue de u\$s 6.862 millones) puede afirmarse que el total de gastos fijos de FB es de u\$s 13.462 millones de un total de u\$s 43.437 millones, aunque sería sensato incluir además como gastos variables a una parte de los gastos en marketing y, dado

que en el 10-K la empresa afirma que u\$s 2.260 millones de los gastos de marketing y ventas corresponden a publicidad, a falta de información más detallada sobre esos gastos puede optarse por considerar al 50% de ellos como gastos fijos. En base a eso, el total de gastos fijos anuales de FB asciende a u\$s 14.556 millones por lo que los ingresos de sus diferentes negocios deben superar esa cantidad para alcanzar el punto de quiebre. Gracias a que FB es una empresa con un bajo apalancamiento operativo, los inversores están dispuestos a pagar por ella valuaciones relativamente más altas a las que pagarían por empresas con un apalancamiento operativo alto ya que, al comprar FB, están asumiendo un menor riesgo relativo de fluctuación de sus ganancias operativas en caso de que sus ingresos caigan.

Como resultado de lo anterior puede concluirse que invertir en empresas con un bajo apalancamiento operativo es menos riesgoso que invertir en empresas con un apalancamiento operativo alto y la razón para que eso ocurra es que las empresas cuya estructura de costos está compuesta mayormente por costos variables son capaces de disminuir rápidamente una gran parte de sus costos si sus ingresos caen mientras que, aquellas empresas que tienen una estructura de costos con una alta proporción de costos fijos son incapaces de reaccionar rápidamente a una disminución de las ventas y, por lo tanto, sus ganancias operativas son habitualmente muy volátiles. Como resultado de eso, las ganancias operativas de este tipo de empresas son difíciles de estimar a futuro con un grado razonable de seguridad, lo cual se traduce en empresas cuyo valor es muy difícil de estimar con relativa confianza y, por lo tanto, en inversores cuyos incentivos están puestos en pagar valuaciones bajas por ellas debido a que la alta volatilidad de sus ganancias les motiva a que, para comprarlas, exijan un margen de seguridad más alto del que demandarían a empresas con ganancias operativas menos volátiles.

Las industrias en las que se requiere de mucho tiempo y dinero para que las empresas construyan sus negocios debido a que son muy intensivas en capital son también industrias en las que es mucho más probable que las empresas líderes se mantengan como tales durante periodos prolongados de tiempo y que declinen de manera muy lenta debido a que esas mismas fuerzas que dificultaban su camino a la cima juegan a su favor una vez que la empresa ha llegado allí. Por el contrario, las industrias en las que una empresa puede ascender en ingresos rápidamente gracias a que la intensidad de requerimientos de capital es muy baja, como también lo son los costos de cambiar para sus clientes, son industrias en las que las empresas también tienden a declinar rápidamente.

¿De qué manera el capital de trabajo impacta en los cashflows de los negocios de la empresa?

Se conoce como capital de trabajo, capital circulante o fondo de maniobra al dinero que la empresa utiliza para financiar sus operaciones diarias. Por ejemplo: la empresa compra en efectivo o a crédito materiales que utiliza para la fabricación de sus productos y, al mismo tiempo, recibe pagos de sus

clientes por productos vendidos en días previos, etc. Entender el concepto de ‘capital de trabajo’ permite evaluar si la empresa es capaz de hacer crecer sus negocios utilizando su propio capital o si depende de sus proveedores y clientes para que estos le financien su crecimiento. Cuanto más rápidamente la empresa sea capaz de rotar sus inventarios y cobrar el dinero de sus cuentas por cobrar, y cuanto más lejos en el tiempo sea capaz de prolongar sus cuentas por pagar, mayor será el cashflow operativo con el que contará.

Entender las necesidades de capital de trabajo que tiene la empresa que se está analizando no es un punto trivial del análisis debido a que estas necesidades forman parte de la fórmula del free cashflow que se proyecta a futuro al realizar la valuación de la compañía por lo que, si se realiza un cálculo muy erróneo de las necesidades de capital de trabajo de la empresa, eso llevará al inversor a realizar una estimación de su valor que estará muy lejos de su valor real y por lo tanto, terminará tomando malas decisiones de inversión porque las estará basando en una estimación del valor de la compañía que está alejado de su valor real.

La fórmula del capital de trabajo es relativamente sencilla ya que consiste simplemente en una resta entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Los activos corrientes son los ítems de la hoja de balance que pueden convertirse en dinero en menos de un año, como los inventarios y las cuentas por cobrar mientras que los pasivos corrientes son los ítems de la hoja de balance que deben pagarse a lo sumo en un año, como las cuentas por pagar y la deuda de corto plazo.

Una fórmula alternativa de capital de trabajo es brindada por Damodaran (2012), realizando los siguientes ajustes a la fórmula anterior:

- Quita el dinero disponible en la caja y las inversiones de corto plazo de los activos corrientes porque, incluso el dinero de la caja, cuando es abundante, no está realmente ‘quieto’ en el banco esperando a ser utilizado por la empresa en sus actividades cotidianas sino que está invertido en bonos/letras del tesoro, depósitos a plazo o fondos de inversión de rescate inmediato; es decir, que está ganando un interés (aunque sea pequeño) a diferencia de lo que ocurre con el inventario, las cuentas por cobrar y otros activos corrientes. En todo caso, el autor recomienda hacer una estimación de la cantidad de caja promedio que la empresa necesita para sus operaciones cotidianas y utilizar esa estimación en el cálculo.
- Quita toda la deuda que demande el pago de intereses del cálculo de los pasivos corrientes debido a que esos ítems se utilizan en la valuación para el cálculo del costo de capital y utilizarlos también aquí implicaría contarlos dos veces.

Los incrementos en el capital de trabajo son considerados una ‘salida de dinero’ a pesar de que, en realidad, ese capital nunca abandona la empresa sino que circula a través de las operaciones de sus negocios. Por ejemplo: un aumento de los inventarios consume dinero de la caja a pesar de que el inventario continúa estando dentro de la empresa; aun así, la empresa ya no dispone de manera inmediata de ese dinero sino hasta que logre vender ese inventario por lo que no puede utilizarlo para realizar otras inversiones.

El capital de trabajo puede también ser pensado en términos de ‘costo de oportunidad’ ya que la empresa renuncia a su posibilidad de utilizar ese dinero para otros fines cada vez que decide invertir en más inventario o cuando los clientes se atrasan en sus pagos. Al mejorar la eficiencia del capital de trabajo, por ejemplo intentando vender el inventario lo antes posible, la empresa es capaz de liberar más dinero para destinarlo a otros usos.

La cantidad de capital de trabajo que necesita una empresa depende de lo intensivos en capital que sean sus negocios y de la velocidad a la que logre rotar su inventario convirtiéndolo en dinero. Cuanto menor es el tiempo que tarda la empresa en rotar su inventario, menor es la cantidad de dinero que queda atada al mismo y mayor es la cantidad de dinero que le queda disponible a la empresa para utilizar con otros propósitos.

Por ejemplo: los restaurantes y supermercados necesitan mantener poco dinero en sus cajas gracias a que sus inventarios rotan convirtiéndose en dinero con bastante rapidez. Las empresas proveedoras de servicios normalmente necesitan poco o nada de inventario y en muchos casos reciben el pago total o parcial de sus clientes antes de proveer el servicio. Por otro lado, a la empresa fabricante de aviones Boeing, por ejemplo, le toma mucho tiempo convertir sus materiales básicos y componentes electrónicos en el producto que finalmente vende a sus clientes por lo que necesita tener mucho dinero disponible en la caja para cubrir sus desembolsos de dinero.

La herramienta normalmente utilizada para medir la velocidad a la que una empresa es capaz de convertir sus inventarios y cuentas por cobrar en dinero disponible en la caja para pagar sus obligaciones de corto plazo es el ‘ciclo de conversión de efectivo’ (Cash Conversion Cycle). Este ciclo calcula el número de días en los que el dinero está invertido en inventarios y cuentas por cobrar y la proporción en la que las salidas de dinero están cubiertas por las cuentas por pagar. Cuanto más rápidamente una empresa sea capaz de rotar sus inventarios y cobrar sus cuentas por cobrar y cuanto más lejos en el tiempo sea capaz de postergar el pago de sus cuentas por pagar, mayor será su cashflow operativo.

La fórmula del ciclo de conversión de efectivo es:

$$\begin{aligned}\text{Ciclo de conversión de efectivo (CCE)} &= \text{Periodo de conversión de Inventario (en días)} \\ &\quad + \text{Periodo de conversión de cuentas por cobrar (en días)} \\ &\quad - \text{Periodo de conversión de cuentas por pagar (en días)}\end{aligned}$$

Siendo:

$$\text{Periodo de conversión de Inventario (días de inventario)} = \text{Inventario promedio}^{35} / (\text{Costo total de los bienes vendidos en el periodo} / 365)$$

³⁵ Se calcula sumando el inventario al inicio y al final del periodo para luego dividir el resultado por 2.

Periodo de conversión de cuentas por cobrar (días de cuentas por cobrar) = Cuentas por cobrar promedio³⁶ / (Ingresos totales / 365)

Periodo de conversión de cuentas por pagar (días de cuentas por pagar) = Cuentas por pagar promedio³⁷ / (Costo de los bienes vendidos en el periodo / 365)

Para calcular el tiempo que le tomaría a la empresa vender el inventario a crédito y recibir el dinero del pago (lo que se conoce como ‘periodo de conversión de inventario’) es necesario sumar los días de inventario y los días de cuentas por cobrar. De esa manera si, por ejemplo, le toma a la empresa 50 días vender el inventario y 30 días cobrar las ventas a crédito se puede concluir que le tomaría normalmente 80 días vender lo que tiene en el inventario y convertirlo en dinero, si es que lo ha vendido todo a crédito. Por último, a ese resultado se le resta el tiempo que le toma a la empresa pagarles a sus proveedores para así obtener el ciclo de conversión de efectivo. Si, por ejemplo, la misma empresa del ejemplo anterior paga sus cuentas por pagar en 20 días, eso da como resultado un ciclo de conversión de efectivo de 60 días que, en definitiva, es el tiempo que le toma a la empresa convertir sus inventarios en dinero.

Una empresa puede mejorar su CCE de varias maneras:

- Vendiendo sus productos lo más rápidamente posible (es decir, rotando sus inventarios a gran velocidad)
- Recibiendo los pagos de sus clientes lo más rápidamente posible (alta rotación de cuentas por cobrar)
- Pagando a proveedores lo más lentamente posible (baja rotación de cuentas por pagar)

Cuando el CCE de una empresa es negativo, eso quiere decir que los proveedores le están financiando sus negocios a la empresa.

Se recomienda calcular el CCE de, por lo menos, los últimos 3 a 5 años para la empresa que se está analizando con el objetivo de ver en qué dirección se está moviendo, cuál de sus tres componentes es el principal responsable de dicho movimiento y cuál es la causa para que se esté comportando así.

El siguiente paso es determinar si la mejora o el deterioro en el CCE tiene carácter temporal o permanente. Por ejemplo: Si las mejoras en el capital de trabajo de una empresa se producen como respuesta a una crisis, está claro que dicha mejora tiene todas las características de ser transitoria debido a que surgió como respuesta a una situación puntual y no como el resultado de un esfuerzo prolongado de la gerencia por hacer al negocio más eficiente.

Si se observan mejoras en el capital de trabajo de la empresa y estas parecen ser sostenibles en el tiempo, eso quiere decir que cada dólar liberado por el capital de trabajo irá ahora a engrosar el cashflow operativo. Por el contrario, si se observan mejoras en el capital de trabajo que tienen la

³⁶ Se calcula sumando las cuentas por cobrar al inicio y al final del periodo para luego dividir el resultado por 2.

³⁷ Se calcula sumando las cuentas por pagar al inicio y al final del periodo para luego dividir el resultado por 2.

apariencia de ser meramente temporales, será necesario realizar ajustes en los cashflows que permitan normalizarlos para no tomar decisiones erróneas en base a una mejora en los cashflows operativos que no es sostenible en el tiempo. Por ejemplo: Si una empresa aprovecha un contexto temporal favorable e incrementa sus días de cuentas por pagar de 40 a 45, eso tendrá un efecto positivo en su free cashflow y por lo tanto, se incrementará su valuación pero, al no tratarse de algo sostenible a largo plazo, si un inversor está realizando la valuación de la empresa en ese momento, proyectando sus free cashflows 10 años a futuro, no debe utilizar esas necesidades de capital de trabajo actuales en la valuación debido a que están temporalmente disminuidas por una coyuntura temporal favorable y, por lo tanto, si las considera como permanentes estará sobre-estimando erróneamente el valor de la empresa y tomando potencialmente decisiones de inversión erróneas en base a eso. En su lugar, debe más bien ajustar ese capital de trabajo a un contexto ‘normalizado’ antes de realizar la valuación.

Capital de trabajo negativo

Cuando una empresa tiene más pasivos corrientes que activos corrientes tiene capital de trabajo negativo, lo cual quiere decir que sus clientes y proveedores están financiando las operaciones del negocio, siendo esa una de las maneras más baratas de financiar su crecimiento, aunque también puede estar indicando que la empresa está teniendo problemas para financiar sus operaciones de corto plazo por lo que, siempre que se esté ante una empresa se encuentre en esta situación con su capital de trabajo será necesario determinar las causas que le dieron origen. Por ejemplo: Supóngase una empresa de venta minorista que invierte u\$s 1 millón en inventario y u\$s 1 millón en el mobiliario necesario para montar la tienda. Del millón de inventario, supóngase que el 50% del mismo fue financiado con la posibilidad de pagarles a los proveedores a 90 días; eso quiere decir que la inversión inicial ya no es de u\$s 2 millones sino de solo u\$s 1,5 millones gracias a que los proveedores han permitido postergar los pagos de las inversiones en inventario, lo cual a su vez le da a la empresa un suministro adicional de dinero en efectivo.

Una característica común de las empresas que se benefician al tener capital de trabajo negativo es que el cashflow de las operaciones (también conocido como ‘net income of operating activities’), que se encuentra en el estado de flujo de fondos, excede el resultado neto del ejercicio que se encuentra en el estado de resultados. ¿Por qué ocurre esto? El cashflow se refiere a la caja neta generada por la empresa durante un periodo de tiempo determinado y se calcula restando el valor total de las salidas de caja al valor total de las entradas de caja, mientras que los ingresos netos se refieren a las ganancias que la empresa obtiene durante un periodo, después de considerar todos los gastos incurridos por esta durante el mismo.

El estado de flujo de fondos es completamente diferente al estado de resultados y ofrece al inversor información que no se encuentra en los otros estados financieros. Concretamente, está diseñado para ofrecer información detallada acerca de lo que sucedió con el dinero de la empresa durante un

periodo específico de tiempo, dividiendo esa información en las diferentes áreas en las que la compañía recibió o utilizó dinero y reconciliando de esa manera el estado de la caja al inicio y final de ese periodo.

Cuando se habla de ‘flujo de fondos’ se está haciendo referencia a la cantidad neta de dinero que entra y sale de una empresa durante un periodo específico de tiempo. Cuando el flujo de caja es netamente positivo, eso indica que en la empresa hay más dinero entrando que saliendo de ella mientras que, un flujo de caja neto negativo indica que hay más dinero saliendo de la empresa que entrando a ella.

El flujo de caja puede dividirse en tres categorías principales:

- **Flujo de caja de las operaciones (operating cash flow):** Se refiere a la caja neta generada por las operaciones normales de la empresa. En las empresas en crecimiento y expansión, se requiere un flujo de caja positivo para mantener el crecimiento del negocio.
- **Flujo de caja de inversiones (investing cash flow):** Se refiere a la caja neta generada por las actividades de inversión de la empresa. Ejemplos de esto son las inversiones en valores negociables, la compra de activos físicos como equipamiento o propiedades inmobiliarias, o la venta de activos. En las empresas financieramente solventes que invierten activamente en sus negocios, esta cifra suele ser habitualmente negativa.
- **Flujo de caja de financiación (financing cash flow):** Se refiere específicamente a cómo se mueve el dinero entre la empresa y sus inversores, propietarios o acreedores. Es la cantidad neta de dinero obtenida para financiar la empresa y puede incluir deuda, capital y pago de dividendos.

Ejemplo teórico de una empresa ficticia:

COMPANY A STATEMENT OF CASH FLOWS Year Ended September 28, 2019 (In millions)	
CASH AND CASH EQUIVALENTS, BEGINNING OF THE YEAR	\$ 10,746
OPERATING ACTIVITIES:	
NET INCOME	37,037
ADJUSTMENTS TO RECONCILE NET INCOME TO CASH GENERATED BY OPERATING ACTIVITIES:	
DEPRECIATION AND AMORTIZATION	6,757
DEFERRED INCOME TAX EXPENSE	1,141
OTHER	2,253
CHANGES IN OPERATING ASSETS AND LIABILITIES:	
ACCOUNTS RECEIVABLE, NET	(2,172)
INVENTORIES	(973)
VENDOR NON-TRADE RECEIVABLES	223
OTHER CURRENT AND NON-CURRENT ASSETS	1,080
ACCOUNTS PAYABLE	2,340
DEFERRED REVENUE	1,459
OTHER CURRENT AND NON-CURRENT LIABILITIES	4,521
CASH GENERATED BY OPERATING ACTIVITIES	53,666
INVESTING ACTIVITIES:	
PURCHASES OF MARKETABLE SECURITIES	(148,489)
PROCEEDS FROM MATURITIES OF MARKETABLE SECURITIES	20,317
PROCEEDS FROM SALES OF MARKETABLE SECURITIES	104,130
PAYMENTS MADE IN CONNECTION WITH BUSINESS ACQUISITIONS, NET OF CASH ACQUIRED	(496)
PAYMENTS FOR ACQUISITION OF PROPERTY, PLANT, AND EQUIPMENT	(8,165)
PAYMENTS FOR ACQUISITION OF INTANGIBLE ASSETS	(911)
OTHER	(160)
CASH USED IN INVESTING ACTIVITIES	(33,774)
FINANCING ACTIVITIES:	
DIVIDENDS AND DIVIDEND EQUIVALENT RIGHTS PAID	(10,564)
REPURCHASE OF COMMON STOCK	(22,860)
PROCEEDS FROM ISSUANCE OF LONG-TERM DEBT, NET	16,896
OTHER	149
CASH USED IN FINANCING ACTIVITIES	(16,379)
INCREASE/(DECREASE) IN CASH AND CASH EQUIVALENTS	3,513
CASH AND CASH EQUIVALENTS, END OF YEAR	\$ 14,259

Harvard Business School Online

Fuente: Harvard Business School³⁸

Cashflow positivo y resultado neto negativo: Esto ocurre habitualmente en empresas que se encuentran en una etapa temprana del desarrollo de sus negocios ya que, a pesar de que sus negocios aún no son rentables (de ahí que tengan un resultado neto negativo) hay flujos positivos de dinero entrando a la compañía para financiar sus operaciones, típicamente mediante emisiones de deuda o acciones.

Por ejemplo: Como se ve en la siguiente imagen, Tesla Inc. tuvo durante varios años un resultado neto negativo y un cashflow positivo. Esto ocurría mientras la empresa estaba invirtiendo

³⁸ <https://online.hbs.edu/blog/post/how-to-read-a-cash-flow-statement>

fuertemente en investigación y desarrollo al mismo tiempo que realizaba grandes inversiones de capital para construir las instalaciones con las que posteriormente fabricaría sus autos eléctricos. En su estado de flujo de fondos puede observarse cómo la empresa obtenía un cashflow positivo por sus operaciones pero estaba invirtiendo una cantidad mayor de dinero en capital (Activos), lo cual queda plasmado en el ítem ‘Purchases of property and equipment excluding capital leases, net of sales’ y a la diferencia la financiaba con emisiones de acciones y deuda, como queda plasmado en la sección ‘Cash Flows from Financing Activities’.

Tesla, Inc.
Consolidated Statements of Cash Flows
(in thousands)

Resultado neto negativo

	Year Ended December 31,		
	2018	2017	2016
Cash Flows from Operating Activities			
Net loss	\$ (1,062,582)	\$ (2,240,578)	\$ (773,046)
Adjustments to reconcile net loss to net cash provided by (used in) operating activities:			
Depreciation, amortization and impairment	1,901,050	1,636,003	947,099
Stock-based compensation	749,024	466,760	334,225
Amortization of debt discounts and issuance costs	158,730	91,037	94,690
Inventory write-downs	85,272	131,665	65,520
Loss on disposals of fixed assets	161,361	105,770	34,633
Foreign currency transaction (gains) losses	(1,511)	52,309	(29,183)
Loss (gain) related to SolarCity acquisition	—	57,746	(88,727)
Non-cash interest and other operating activities	48,507	135,237	(15,179)
Changes in operating assets and liabilities, net of effect of business combinations:			
Accounts receivable	(496,732)	(24,635)	(216,565)
Inventory	(1,023,264)	(178,850)	(632,867)
Operating lease vehicles	(214,747)	(1,522,573)	(1,832,836)
Prepaid expenses and other current assets	(82,125)	(72,084)	56,806
Other assets and MyPower customer notes receivable	(207,409)	(15,453)	(49,353)
Accounts payable and accrued liabilities	1,722,850	388,206	750,640
Deferred revenue	406,661	468,902	382,962
Customer deposits	(96,685)	170,027	388,361
Resale value guarantee	(110,564)	208,718	326,934
Other long-term liabilities	159,966	81,139	132,057
Net cash provided by (used in) operating activities	2,097,802	(60,654)	(123,829)
Cash Flows from Investing Activities			
Purchases of property and equipment excluding capital leases, net of sales	(2,100,724)	(3,414,814)	(1,280,802)
Maturities of short-term marketable securities	—	—	16,667
Purchases of solar energy systems, leased and to be leased	(218,792)	(666,540)	(159,669)
Business combinations, net of cash acquired	(17,912)	(114,523)	342,719
Net cash used in investing activities	(2,337,428)	(4,195,877)	(1,081,085)
Cash Flows from Financing Activities			
Proceeds from issuances of common stock in public offerings	—	400,175	1,701,734
Proceeds from issuances of convertible and other debt	6,176,173	7,138,055	2,852,964
Repayments of convertible and other debt	(5,247,057)	(3,995,484)	(1,857,594)
Repayments of borrowings issued to related parties	(100,000)	(165,000)	—
Collateralized lease (repayments) borrowings	(559,167)	511,321	769,709
Proceeds from exercises of stock options and other stock issuances	295,722	259,116	163,817
Principal payments on capital leases	(180,805)	(103,304)	(46,889)
Common stock and debt issuance costs	(14,973)	(63,111)	(20,042)
Purchases of convertible note hedges	—	(204,102)	—
Proceeds from settlement of convertible note hedges	—	287,213	—
Proceeds from issuances of warrants	—	52,883	—
Payments for settlements of warrants	(11)	(230,385)	—
Proceeds from investments by noncontrolling interests in subsidiaries	437,134	789,704	201,527
Distributions paid to noncontrolling interests in subsidiaries	(227,304)	(261,844)	(21,250)
Payments for buy-outs of noncontrolling interests in subsidiaries	(5,957)	(373)	—
Net cash provided by financing activities	573,755	4,414,864	3,743,976
Effect of exchange rate changes on cash and cash equivalents and restricted cash	(22,700)	39,726	(6,553)
Net increase in cash and cash equivalents and restricted cash	311,429	198,059	2,532,509
Cash and cash equivalents and restricted cash, beginning of period	3,964,959	3,766,900	1,234,391
Cash and cash equivalents and restricted cash, end of period	\$ 4,276,388	\$ 3,964,959	\$ 3,766,900
Supplemental Non-Cash Investing and Financing Activities			
Shares issued in connection with business combinations and assumed vested awards	\$ —	\$ 10,528	\$ 2,145,977
Acquisitions of property and equipment included in liabilities	\$ 249,141	\$ 914,108	\$ 663,771
Estimated fair value of facilities under build-to-suit leases	\$ 94,445	\$ 313,483	\$ 307,879
Supplemental Disclosures			
Cash paid during the period for interest, net of amounts capitalized	\$ 380,836	\$ 182,571	\$ 38,693
Cash paid during the period for taxes, net of refunds	\$ 35,409	\$ 65,695	\$ 16,385

Cash Flow positivo

Cashflow negativo y resultado neto positivo: Este tipo de situaciones es más atípico que el anterior pero pueden ocurrir cuando, por ejemplo:

- Una empresa ha obtenido una gran parte del ingreso que reporta durante un periodo vendiendo a crédito mientras pagó la mayor parte de sus gastos en efectivo. Debido a esto, el ingreso por las ventas aparecerá registrado en el estado de resultados de ese periodo pero no

en el estado de flujo de fondos porque, como las ventas se hicieron a crédito, la entrada del dinero a la empresa no se produjo de inmediato sino que ocurrirá recién en el momento en que venzan las cuentas por cobrar. Como la venta a crédito no aparece en el estado de flujo de fondos si no se cobra el dinero de la misma durante ese mismo periodo pero sí aparece en el estado de resultados debido a que allí se registra todo lo que ocurre en el periodo sin importar si se ha recibido el dinero o no, eso aumenta las probabilidades de que la empresa publique un estado de resultado con resultado neto positivo en el mismo periodo en que reporta un cashflow negativo en el estado de flujo de fondos.

- Una empresa tuvo que pagar una gran cantidad de cuentas por pagar que vencían en ese momento pero que ocurrieron en periodos anteriores. Esto ocurre porque esos gastos fueron registrados en el estado de resultados del periodo en el que ocurrieron (y por lo tanto, disminuyeron el resultado neto de ese periodo) pero la salida efectiva del dinero (y por lo tanto, su registro en el estado de flujo de fondos) se produce cuando vence el periodo para el pago, no afectando al estado de resultados de ese momento.

Una vez entendido en qué consiste el estado de flujo de fondos, véase el siguiente ejemplo que muestra las diferencias que suelen producirse entre este y el estado de resultados: Supóngase que una empresa obtiene en un trimestre un ingreso de u\$s 20 millones e incurre en gastos totales, incluyendo intereses e impuestos, por valor de u\$s 11 millones; eso quiere decir que el resultado neto del ejercicio es de u\$s 9 millones. Ahora bien, el estado de flujo de fondos de ese mismo trimestre muestra solo las entradas y salidas de dinero que se produjeron durante ese periodo así que, si algunas de las ventas y pagos se hicieron a crédito, con fechas de vencimiento en futuros trimestres, ese dinero no aparecerá reflejado en la sección de ‘cash flows from operating activities’. Continuando con el ejemplo, supóngase que las entradas de dinero durante el trimestre fueron de u\$s 17 millones (porque hubo una parte de las ventas que se hizo a crédito) y que las salidas de dinero fueron de u\$s 9 millones (porque hubo u\$s 2 millones que se pagarán en el futuro); esto arroja como resultado una entrada neta de dinero de u\$s $(17 - 9)$ millones = u\$s 8 millones así que, en conclusión, aunque la empresa obtuvo un resultado neto de u\$s 9 millones durante el trimestre, su ingreso neto de dinero fue en realidad de u\$s 8 millones.

La gran importancia que tiene el estado de flujo de fondos es que le muestra al inversor cuáles fueron las verdaderas entradas y salidas de dinero que hubo en cada periodo, de tal manera de evitar que tome decisiones equivocadas en base a, por ejemplo, ganancias o ingresos muy altos que posteriormente se revelan simplemente como trucos contables (la mayoría de las veces legales) que luego no se traducen en verdaderas entradas de dinero a la compañía. No son infrecuentes incluso los casos en los que el cashflow neto es negativo para una empresa durante el mismo periodo en el que reportó grandes ganancias netas en su estado de resultados así que, el análisis del estado de flujo de fondos no puede estar ausente del análisis del rendimiento de una compañía durante un periodo porque, de no tenerlo en cuenta, el inversor puede terminar tomando decisiones de inversión equivocadas por no haber analizado el total de la información que tiene disponible acerca de su rendimiento.

A diferencia de lo que ocurre en el estado de flujo de fondos, el estado de resultados tiene por objetivo mostrar el resultado neto del periodo al cual se llegó luego de los diferentes ingresos y gastos que se produjeron en el mismo, teniendo en cuenta cada una de las transacciones realizadas y sin discriminar con respecto a si el dinero correspondiente a las mismas ha sido recibido, pagado o aún forme parte de una cuenta por cobrar o pagar a futuro.

La relación entre el estado de flujo de fondos y el estado de resultados se produce cuando, dentro del estado de flujo de fondos se realiza el cálculo del cashflow de las operaciones ya que dicho cálculo comienza con el ingreso neto obtenido del estado de resultados, al cual se le reincorporan todos los ítems contables que en realidad no representan salidas o entradas de dinero, como las depreciaciones, amortizaciones y ventas de activos que, como están registrados a valor contable, su venta puede registrarse contablemente como una pérdida o ganancia de dinero que, en realidad, no son tales. Luego de eso se incorporan los cambios que tuvieron lugar en los activos no corrientes durante el periodo y, por último, se registran también los cambios que sufrieron los pasivos corrientes; todo esto da como resultado el monto de dinero que realmente entró o salió de la empresa durante el periodo bajo estudio.

En resumen, las diferencias entre el cashflow de las operaciones y el ingreso neto se producen principalmente porque:

- Para el cálculo del ingreso neto no importa si las transacciones se pagaron en efectivo o a crédito. Esto quiere decir que los ingresos y el resultado neto del ejercicio son reportados en el estado de resultados en el mismo periodo en que se produjeron las transacciones pero, no ocurre lo mismo en el estado de flujo de fondos donde solo se tiene en cuenta la cantidad de dinero en efectivo o equivalentes ha entrado y salido de la empresa durante ese periodo.
- Algunos gastos que se tienen en cuenta en el estado de resultados no representan realmente salidas de dinero, como las amortizaciones y depreciaciones. Aun así, sus montos son deducidos de los ingresos pero, en el estado de flujo de fondos son sumados nuevamente al ingreso neto por no haber sido realmente generadores de flujos salientes de dinero.
- En el estado de resultados se tienen en cuenta incluso las ganancias o pérdidas de fuentes externas a la propia empresa. Esto ocurre mucho en los estados financieros consolidados de grupos empresariales que cuentan con varias empresas pero no se tienen en cuenta en el estado de flujo de fondos.

En el caso concreto de las empresas con capital de trabajo negativo, estas se caracterizan porque sus cashflows por operaciones exceden periódicamente a sus ingresos netos debido a que, como sus modelos de negocio les permiten financiar parcialmente sus operaciones con sus proveedores y clientes (por ejemplo: pagando a proveedores a 60 días mientras que los clientes pagan a 30 días o menos), las cuentas por pagar, que son incluidas en el estado de resultados pero no en el cálculo del cashflow de las operaciones y que superan al monto de cuentas por cobrar, contribuirán a que se produzca esa diferencia entre el cashflow de las operaciones y el ingreso neto.

Ese cashflow extra que obtienen las empresas cuyo modelo de negocio les permite tener capital de trabajo negativo suele ser invertido en instrumentos financieros de corto plazo con el objetivo de ganar un interés pero a la vez manteniéndolo disponible de ser necesario. Aun así, por más que la ganancia sea pequeña, es un ingreso extra que va directo a engrosar el resultado neto del ejercicio.

El capital de trabajo negativo, como se ha visto, genera efectos positivos en las empresas cuyo modelo de negocio les permite aprovecharlo a su favor para hacer crecer el negocio sin recurrir completamente al financiamiento a través de deuda o emisión de acciones pero, es muy importante que la empresa que lo está utilizando para esos fines sea consciente de que no puede contar con que sea una fuente consistente y significativa de financiamiento si el crecimiento de sus ingresos no es sólido y perdurable durante largos periodos de tiempo. Cuando disminuyen de manera significativa los ingresos de una empresa que utiliza capital de trabajo negativo para financiarse a través de sus proveedores, ya sea que la caída de los mismos haya tenido su origen en una caída de la actividad económica, una disminución de la demanda o una pérdida de cuota de mercado, esto tiene como consecuencia que la empresa puede experimentar restricciones de liquidez porque, cuando sus ingresos dejan de crecer y es incapaz de postergar hacia el futuro el pago de obligaciones contraídas, los efectos positivos del capital de trabajo negativo se revierten, disminuyendo el flujo de caja o incluso tornándolo negativo debido a que, en lugar de continuar pagándoles a los proveedores a partir de un cashflow que constantemente crece, al desacelerarse o detenerse el crecimiento de sus ingresos, la empresa se ve obligada a pagarles utilizando dinero de la caja.

Si una empresa que tiene capital de trabajo negativo no cuenta con dinero en la caja suficiente para hacer frente a la mayor parte de sus cuentas por pagar y de su deuda de corto plazo, eso quiere decir que está expuesta a tener problemas de liquidez si sufre una caída abrupta de sus ingresos, corriendo incluso el riesgo de ir a la quiebra. En caso de notar que la empresa que se está analizando corre ese riesgo y que los drivers de alto nivel indican que pueden darse las condiciones para que disminuyan los ingresos del sector e industria a la que pertenece, sería preferible no invertir en ella por el momento.

¿Tiene la empresa altos o bajos requerimientos de inversiones de capital?

Determinar los requerimientos de capital de los negocios de una empresa es necesario para entender cuánto free cashflow esos negocios son capaces de generar. Si los requerimientos de capital son altos, eso quiere decir que se necesita que un flujo constante de fondos sea reinvertido en el negocio simplemente para mantener en funcionamiento los activos existentes. Altos requerimientos de inversiones en capital (CapEx) reducen el cashflow que eventualmente termina quedando disponible para accionistas y tenedores de deuda de la empresa, lo cual es un factor muy importante a tener en cuenta debido a que, en última instancia, el valor de una compañía está determinado directamente

por el valor de esos cashflows, proyectados al futuro y descontados a la tasa que represente el costo del capital.

Por ejemplo: Una empresa fabricante de semiconductores normalmente pierde dinero durante prolongados periodos de tiempo cuando se encuentra en sus etapas iniciales debido a que necesita realizar inversiones de capital muy grandes para adquirir el equipamiento y construir las instalaciones necesarias para comenzar con la producción, e incluso cuando el negocio ya está generando un cashflow positivo proveniente de sus operaciones, eso no necesariamente implica que el resultado neto de su estado de resultados será positivo debido a que la gerencia necesita continuar invirtiendo dinero regularmente para mantener el equipamiento actualizado y funcionando de la manera más eficiente posible. Lo que esto quiere decir es que, en las industrias que son muy intensivas en capital, es necesario que una parte del cashflow que genera el negocio sea constantemente reciclado y reintroducido dentro del mismo en forma de inversiones, lo cual deja menos cantidad de dinero disponible para los accionistas y tenedores de deuda. Por el contrario, en las empresas que tienen bajos requerimientos de inversiones en capital (es decir, aquellas cuyos negocios requieren de menos capital para mantener sus activos en funcionamiento) el riesgo de destruir valor como consecuencia de sus necesidades de inversiones de capital es menor, sobre todo en entornos de alta inflación. En este tipo de empresas, gracias a que sus negocios no necesitan estar reciclando continuamente una gran parte del flujo de dinero que generan para mantener sus activos en funcionamiento, eso les permite reinvertir ese flujo de dinero en la creación o expansión de otros segmentos de negocio con el objetivo de crear más valor para sus accionistas. Ahora bien, en ausencia de oportunidades de inversión que superen el costo de capital, la empresa siempre tiene la posibilidad de devolverle el dinero al accionista mediante el pago de dividendos o la recompra de acciones propias.

Un ratio que suele utilizarse para determinar si una empresa es intensiva en capital, que necesita invertir mucho dinero en activos por cada dólar generado por las ventas, es el que consiste en dividir el monto de inversiones en capital (CapEx), neto de amortizaciones y depreciaciones, por el monto de las ventas. Según se muestra en la base de datos de Damodaran³⁹, cuando este ratio supera el 2% puede considerarse a la empresa como intensiva en capital.

Ejemplos típicos de industrias intensivas en capital suelen ser:

- Semiconductores
- Aerolíneas
- Mineras
- Acero
- Cemento
- Petróleo y gas
- Parques temáticos

³⁹ https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/capex.html

- Telecomunicaciones
- Venta minorista
- Productos químicos

Ejemplos típicos de empresas cuyos negocios se caracterizan por una baja intensidad de capital son:

- Franquicias
- Software
- Intermediarios que obtienen ganancias al conectar compradores y vendedores

Las empresas con negocios que tienen una baja intensidad de capital no necesitan invertir grandes cantidades de dinero en equipamiento e instalaciones físicas cuando desean hacerlos crecer o al menos mantenerlos en funcionamiento ya que el principal gasto que realizan cuando buscan crecer es en mano de obra (capital humano).

Una parte crucial del análisis de las inversiones en capital que realiza una empresa consiste en determinar la cantidad de dinero que la empresa destina a ‘capital de mantenimiento’ de los negocios existentes porque, de esa manera, se conoce también cuánto dinero queda disponible para hacer crecer la empresa, ya sea mediante sus negocios existentes o negocios nuevos, pagar dividendos y/o recomprar acciones propias.

Los gastos en capital de mantenimiento son las inversiones que se necesitan para mantener a la compañía en un ‘estado estable’, por ejemplo, reemplazando o actualizando instalaciones destinadas a usos administrativos, como una oficina o el estacionamiento de los empleados o reemplazando o actualizando equipamiento e instalaciones del área productiva, como el piso de la fábrica o la caja registradora de un supermercado. Este tipo de inversiones normalmente no obtienen un rendimiento excedente sobre el capital invertido ya que, más bien, se realizan para mantener el flujo de fondos actual. Las empresas que pertenecen a industrias intensivas en capital, como las mencionadas anteriormente, necesitan de una gran cantidad de inversiones de capital solo para mantener su equipamiento (y, en definitiva, sus negocios) funcionando. A eso también hay que sumarle el dinero gastado para cumplir con regulaciones gubernamentales, el cual generalmente no genera ningún tipo de ganancia a pesar de que, en algunas industrias, ayuda a levantar barreras de entrada que mantienen alejados a los competidores que no son capaces de invertir el dinero necesario para cumplir con las mismas.

Es muy importante para el inversor conocer el monto aproximado de capital que se necesita para mantener en funcionamiento a la empresa que está analizando, ya sea medido en unidades monetarias o como porcentaje de las ventas ya que, al hacer eso, dará un paso más hacia adelante con el objetivo de conocer el monto del free cashflow que la empresa es capaz de generar para sus accionistas, el cual es en definitiva, el que permite posteriormente realizar la valuación de la compañía.

Algunas empresas están continuamente aplazando los gastos de capital necesarios para mantener sus activos fijos, sobre todo propiedades y equipamiento, con la intención de disminuir de esa manera sus gastos y aumentar el resultado operativo, pero esa es un arma de doble filo porque, al mismo tiempo que ahorran dinero, están aumentando el riesgo de tener que desembolsar una cantidad mucho más grande de dinero en el futuro si esos activos pierden mucho valor y/o se deterioran mucho con el uso, requiriendo posteriormente importantes reparaciones para continuar funcionando. Por ejemplo: Si una refinería de petróleo aplaza el mantenimiento de sus activos, tarde o temprano se verá obligada a detener total o parcialmente las operaciones (tal vez por un periodo de tiempo prolongado) debido a que necesita reparar o reemplazar alguno de sus activos. Esto resultará en menores cashflows provenientes de las operaciones del negocio y, por lo tanto, en una destrucción del valor de sus accionistas.

La información acerca de las inversiones de capital realizadas por una empresa durante un periodo trimestral o anual se encuentra disponible en el estado de flujo de fondos, concretamente en la sección denominada 'Investing Activities', aunque también es necesario agregar a esas inversiones las correspondientes al ítem 'Investigación y Desarrollo' que se encuentra en el estado de resultados. Sumado a lo anterior, los gerentes pueden incluir información adicional al respecto en la sección 'Management's discussion and analysis' (MD&A). Algunas empresas tienen la costumbre de diferenciar la cantidad de dinero que destinan a capital de mantenimiento del negocio y a capital para crear nuevos negocios o hacer crecer sus negocios actuales, aunque no es lo acostumbrado por la mayoría de las empresas.

Cuando se analiza una empresa, en aquellos casos en los que no se informa la porción de su capEx que se utiliza para mantenimiento, será necesario estimarla al menos de manera aproximada con el objetivo de poder tener una aproximación del esfuerzo monetario que está realizando la gerencia para hacer crecer la empresa ya que luego, eso se termina plasmando en el capEx que se estima a futuro al momento de proyectar free cashflows y valorizar la compañía. Una metodología de estimación consiste en utilizar el monto de depreciaciones y amortizaciones como monto aproximado de capEx de mantenimiento, aunque es ampliamente sabido que ese ítem es simplemente un asiento contable que simplemente sigue las reglas establecidas por la normativa vigente y que no necesariamente refleja lo que está ocurriendo realmente en la empresa. El uso de esta metodología tiene sentido solo cuando la empresa se encuentra en un estado estable o cuando crece a un ritmo bastante constante en el tiempo. En el resto de los casos es necesario estimar y proyectar a futuro el monto del capEx mediante ratios, siendo el más utilizado el que consiste en dividir el capEx neto / ingresos, como se comentó anteriormente, o estimarlo 'cualitativamente' en base al tipo de activos en los que la empresa invierte y que posteriormente tiene que mantener. Por ejemplo: La librería Barnes & Noble tiene entre sus activos el mobiliario de sus tiendas, compuesto principalmente por estanterías que contienen libros, y es sensato pensar que la depreciación contable de este tipo de activos es mayor a la depreciación que realmente tienen y a las inversiones que se necesitan realizar para mantenerlas, razón por la cual utilizar en este caso la depreciación contable para estimar el capEx de mantenimiento no es una metodología apropiada porque se lo estaría sobre-

estimando y eso disminuiría erróneamente el valor de los free cashflows que genera la compañía, subestimando de esa manera el valor total de la firma. En contraste, las empresas dedicadas a los parques temáticos deben estar constantemente invirtiendo una cantidad de dinero mayor a la depreciación de sus activos para mejorarlos y crear nuevas atracciones con el objetivo de mantener el interés de su base de clientes, a la vez que atraen clientes nuevos así que, en estos casos, el dinero gastado en capEx de mantenimiento es mayor al que refleja la depreciación contable por lo que, utilizar esta última, elevaría artificialmente los free cashflows y sobre-estimaría el valor de la compañía.

Al estar analizando los activos de una empresa es necesario determinar aproximadamente el tiempo durante el que dichos activos pueden ser utilizados hasta necesitar ser reemplazados. La información referente a eso se encuentra en las notas adjuntas a los estados financieros, concretamente aquella en la que los gerentes realizan el desglose por categorías del ítem referente a propiedad, plata y equipamiento. Por ejemplo: Supóngase que se está analizando una aerolínea; en ese caso, es importante saber si los aviones son reemplazados cada 10 o 20 años porque eso afectará al capEx con el que se calcularán los free cashflows que, al proyectarlos a futuro, se utilizarán para valorizar la compañía. La vida útil de un activo depende no solo del tipo de activo sino de la cantidad de uso que la empresa haga de él. Siguiendo con el ejemplo, un avión que la empresa utiliza todos los días requiere de más mantenimiento y deberá ser reemplazado más rápidamente que un avión que se utiliza con menos frecuencia.

A medida que los activos van envejeciendo, la cantidad de capital que la empresa necesita gastar en su mantenimiento aumenta así que, con el objetivo de obtener una estimación aproximada de la edad promedio de los activos de una compañía, se recomienda utilizar el ratio que consiste en dividir el valor del ítem ‘propiedad, planta y equipamiento’ neto de amortizaciones y depreciaciones por el valor del mismo ítem, pero en valores brutos (si la empresa utiliza algún método de depreciación acelerada será necesario ajustar esos valores para convertirla en una depreciación en línea recta). Cuanto mayor es ese valor, más vida útil le queda, en promedio, a los activos fijos de la empresa y, por lo tanto, menor es el monto de capital que tiene que gastar en su mantenimiento. Por ejemplo: Si el ratio anteriormente mencionado arroja un resultado de 0,6 para la empresa que se está analizando, eso quiere decir que sus activos fijos están llegando aproximadamente a la mitad de su vida útil, según la contabilidad. A pesar de que las estimaciones contables acerca del desgaste de los activos no siempre son fiables, sería sensato decir que la empresa se verá obligada a ir gastando durante los próximos años una cantidad de dinero incremental en el mantenimiento de esos activos como consecuencia del desgaste que vienen acumulando.

Todo lo dicho anteriormente es importante porque debe ser tenido en cuenta cuando se estimen los capEx de mantenimiento y crecimiento que formarán parte de los free cashflows que se proyectarán a futuro cuando se realice la valuación de la empresa.

Paso 6: ¿Quiénes ejercen la gerencia de la empresa?

La mayoría de los inversores pasan por alto el factor humano de operar una empresa a pesar de que, en la mayoría de los casos, el éxito futuro de los negocios de una empresa está directamente ligado a la calidad de su gente y a las características de su cultura empresarial. En lugar de tomarse el tiempo necesario para analizar a los gerentes que están al frente de las decisiones políticas y ejecutivas de la empresa que están analizando, muchos inversores dedican todo su tiempo a analizar solamente sus ventajas competitivas o si sus acciones están cotizando a una valuación baja, todo lo cual está muy bien y es necesario hacerlo pero ellos lo hacen porque creen que los productos/servicios que ofrece la empresa sumados a la solidez de sus operaciones y la rentabilidad sobre el capital que están obteniendo son las características que mejor determinan qué empresas serán las más exitosas a futuro, pero lo cierto es que solo con eso no basta porque, si fuera así, por ejemplo, Microsoft y su sistema operativo Windows, que cuenta con ventajas competitivas muy sólidas hubieran obtenido rendimientos atractivos para sus accionistas de manera consistente durante años, pero la historia nos dice que eso no evitó que la empresa y sus acciones vivieran una década entera de estancamiento durante los años 2000s.

Lo cierto es que, a pesar de lo sólidas y únicas que sean las ventajas competitivas de una empresa, con el paso del tiempo todas son plausibles de ser imitadas por la competencia, y si el talento de los gerentes y empleados que crearon dichas ventajas abandona la compañía en algún momento, sus negocios están en riesgo de enfrentar eventualmente un contexto difícil para continuar innovando y creando valor para los accionistas.

Siendo un inversor externo, no es posible conocer cada detalle de lo que está aconteciendo con los negocios de la empresa en la que se está invirtiendo; hay demasiadas variables que podrían impactar de manera aleatoria y con diferentes intensidades en el valor de una empresa así que, sabiendo lo inviable que es para un inversor externo intentar controlar lo que sucede con el valor de la empresa en la que está invirtiendo, se vuelve necesario que confíe en que los gerentes que están a cargo de gestionarla tomarán las decisiones correctas y que, en caso de que sus negocios sufran algún tipo de revés o contratiempo, tienen la experiencia y el conocimiento necesario para lidiar con él y superarlo exitosamente.

Si se quiere llegar eventualmente a confiar en los gerentes de una empresa resulta obligatorio obtener información acerca de su carácter, trayectoria, experiencia dirigiendo compañías y habilidades para tomar y ejecutar decisiones empresariales. Toda esa información será de suma utilidad cuando el inversor deba plantear diferentes escenarios a futuro para la compañía que está analizando. Esto no es en absoluto algo trivial teniendo en cuenta los conocidos episodios en los que grandes empresas con muy buenos negocios terminaron en la quiebra como consecuencia de una mala gestión por parte de quienes estaban a cargo de administrarla. Uno de los casos más conocidos fue el de la empresa energética Enron, la cual originalmente se dedicaba a la administración de gasoductos dentro de EEUU y que, con el paso del tiempo, se deshizo completamente de esos

activos, cambiando su modelo de negocio para convertirse en una empresa intermediaria de contratos de futuros y otros derivados de una amplia variedad de productos subyacentes como gas, electricidad, papel, biocombustibles, madera, plástico, carbón, etc. Posteriormente, mientras Enron enfrentaba la bancarrota, varias de las empresas que surgieron de desprendimientos (spin-offs) de la propia Enron, como la Kinder Morgan Energy Partners, se convertían en empresas exitosas gracias a la excelente gestión de personas muy competentes como Richard Kinder, en el caso de esta última.

Para hacerse una idea clara de lo esencial que es para el éxito a largo plazo de una compañía tener un gerente sólido y competente considere que, típicamente, los gerentes de más alto nivel:

- Son responsables por el diseño de la propuesta de valor que ofrecen los diferentes negocios de la empresa.
- Toman decisiones que tienen influencia directa sobre las tasas de crecimiento de los ingresos de la empresa.
- Son responsables de elegir a las personas correctas para ocupar cargos clave dentro de la compañía y de construir la cultura empresarial correcta para que todos los empleados puedan rendir a su máximo potencial.
- Determinan de qué manera se va a asignar el capital con el que cuenta la empresa.

Conocer las características de las personas que forman el equipo directivo de la empresa con la que uno va a asociarse es de suma utilidad al momento de tener que esbozar los diferentes escenarios que podría enfrentar a futuro porque, lisa y llanamente, **el predictor más lógico y sensato del éxito futuro de una empresa se encuentra en las características que tiene su equipo directivo; es decir que no es un factor cuantitativo sino cualitativo.** Para tener éxito, una empresa no necesita que todos sus gerentes sean estrellas en sus ámbitos de conocimiento pero al menos necesita que lo sean los gerentes que ocupan posiciones ‘clave’, las cuales varían dependiendo de la industria a la que pertenece la compañía.

No debe tomarse a la ligera el análisis del equipo directivo que está a cargo de conducir la empresa que se está analizando; por el contrario, el inversor debe tomarse todo el tiempo necesario para conocer en todo lo posible a quienes toman las decisiones más importantes que afectan completamente a los fundamentos de la empresa en la que está considerando invertir.

La metodología ideal consiste en evaluar el desempeño de los diferentes integrantes del equipo directivo a lo largo de su trayectoria para, de esa manera, no precipitar decisiones de inversión y reducir así el riesgo de juzgarlos erróneamente, para bien o para mal. La mayoría de los errores evaluando gerentes ocurren cuando se juzga su carácter precipitadamente o cuando el inversor incurre en sesgo de selectividad, viendo solamente lo que quiere ver e ignorando fallas o señales de alerta detectadas al evaluar a algún gerente. Cuanto más familiarizado se esté con respecto a cómo actúan los gerentes ante diferentes tipos de circunstancias, más capacitado se estará para predecir sus acciones ante la ocurrencia de situaciones similares en el futuro. Idealmente, lo deseable es que el inversor sea capaz de entender de qué manera los gerentes de la empresa han actuado en el

pasado, tanto en circunstancias difíciles como en circunstancias favorables para sus negocios ya que, sorprendentemente, es habitual que los gerentes cometan más errores cuando la empresa está atravesando un buen momento y tiene dinero de sobra disponible en la caja que cuando deben tomar decisiones en circunstancias desfavorables y con una situación financiera apretada.

El objetivo final del inversor debería ser componer una ‘imagen integradora’ de las principales características del equipo directivo de la empresa que se está analizando, poniendo especial énfasis en su gerente ejecutivo (CEO). Para eso, se puede comenzar leyendo todos los artículos que se encuentren sobre la trayectoria del CEO y el equipo directivo de la empresa ya que, esos artículos sirven como evidencia de los logros y errores pasados de los gerentes, la clase de personas que son y la manera en la que han lidiado anteriormente con diferentes tipos de situaciones. Para quienes estén dispuestos a pagar, existen bases de datos de noticias que recopilan artículos de publicaciones como New York Times, Wall Street Journal y Financial Times desde la década de los 80s en adelante, siendo las más conocidas Factiva (<https://about.proquest.com/en/products-services/factiva>) y Lexis Nexis (<https://www.lexisnexis.com/en-us/support/nexis-uni/default.page>).

La información más importante a buscar en los artículos se encuentra en todos aquellos datos que revelen de qué manera los gerentes de más alto nivel llevan adelante el día a día de las operaciones de la empresa y la clase de personas que son. Las entrevistas escritas, en audio o en video a los gerentes de la empresa son especialmente útiles para obtener esta información gracias a que, en ellas, suelen expresarse hablando sobre su filosofía de negocios y sobre la manera en la que manejan los negocios de la firma. Es importante prestar especial atención a todos los detalles que den los gerentes acerca de aquello que los motiva y a las explicaciones que brinden cuando hablen acerca de las razones por las que hay llegado profesionalmente a donde están.

Una muy buena fuente de información sobre gerentes de empresas de EEUU se encuentra en los ‘trade journals’, también conocidos como ‘trade magazines’ o ‘trade publications’, los cuales consisten en una colección de artículos que se publica periódicamente y que aborda temas de interés para los miembros de una profesión, sector o industria. En caso de no conocer ningún trade Journal se recomienda buscar la frase ‘best trade journals’ en cualquier buscador web o, para más precisión, resulta más conveniente buscar la frase ‘[nombre de la industria] trade journal’. Este tipo de publicaciones son útiles debido a que los gerentes de empresas suelen sentirse más cómodos revelando información sobre su forma de manejar los negocios de la empresa a periodistas especializados en la industria a la que esta pertenece que a periodistas de publicaciones genéricas y nacionales como Wall Street Journal. Los periodistas especializados tienen además una mayor experiencia y conocimiento siguiendo la evolución de la industria a la que se dedican profesionalmente así que es más probable que en sus entrevistas realicen preguntas específicas que fomenten que los gerentes revelen detalles importantes acerca de lo que está ocurriendo dentro de la compañía a nivel operativo, administrativo, estratégico y financiero.

Al leer artículos y entrevistas de los gerentes de la empresa que se está analizando es importante enfocarse en buscar información acerca de las siguientes cuatro características: Pasión, honestidad,

transparencia y competencia (entendida como la idoneidad y conocimientos para el cargo que ocupa). Adicionalmente, es importante conocer también la habilidad de los gerentes para reconocer sus errores y aprender de ellos, así como el tiempo que anteriormente les ha tomado recuperarse de errores cometidos. Es muy valiosa además toda la información que se encuentre acerca de la manera en la que cada gerente motiva a sus empleados y mantiene a los clientes satisfechos. En caso de que, por más que se busque, no se encuentren artículos que hablen sobre las características de los gerentes mencionadas en este párrafo, el inversor deberá buscar en otras fuentes, como el ‘proxy statement’ de la empresa o, en última instancia, admitir que no cuenta con información suficiente para describir y evaluar la idoneidad de los gerentes de la empresa para sus cargos.

¿Qué clase de gerentes están liderando la compañía?

Es importante clasificar el tipo de gerente con el que uno estaría asociándose al comprar acciones de una empresa de tal manera de estar en una mejor posición para evaluar el riesgo potencial de ejecución que se asumiría al invertir en ella. Si se invierte en un gerente que tiene más de 10 años de trayectoria gestionando negocios exitosamente, las probabilidades de que continúe haciéndolo correctamente están a nuestro favor. Por el contrario, si se invierte en una empresa cuyo equipo directivo tiene una experiencia limitada sirviendo a clientes y lidiando con los problemas habituales de una empresa de esa industria, las probabilidades de que lo hagan correctamente están en nuestra contra.

Una clasificación muy simple y útil para evaluar gerentes es la siguiente:

- **Operador-Dueño:** Típicamente es el fundador de la empresa.
- **Gerente de trayectoria:** Ha trabajado en la industria por al menos 3 años.
- **Gerente contratado:** Tiene una limitada experiencia sirviendo a clientes de la empresa y de la industria debido a que ha trabajado en ese tipo de negocios por menos de 3 años.

Por ejemplo: En un extremo se encuentra los operadores-dueños como Sam Walton, fundador de Wal-Mart, empresa de la que además fue su CEO hasta 1988 y, en el otro extremo, se encuentran los gerentes contratados por la junta directiva de una empresa y que no tienen experiencia previa en la empresa y en la industria, tal como fue el caso de Robert Nardelli quien no tenía experiencia previa en la industria antes de convertirse en CEO de Home Depot en diciembre del año 2000 ya que venía de ser el CEO de General Electric. La mayoría de los gerentes (sobre todo CEOs) de empresas que cotizan en mercados de capitales pertenecen a la categoría de ‘gerente de trayectoria’ y ‘gerente contratado’, siendo de esta manera gerentes bastante difíciles de analizar así que, a continuación, se dará una explicación más detallada de cada categoría de gerente con el objetivo de ayudar al inversor a reconocer correctamente la clase de gerentes que tiene la compañía en la que está considerando invertir.

Operador-Dueño 1: Es el gerente ideal para tener como socio en una empresa. Este tipo de gerentes es una persona que tiene verdadera pasión por su negocio y, de hecho, suele ser habitualmente el fundador de la empresa.

Algunos ejemplos de este tipo de gerente son:

- Sam Walton, fundador of Wal-Mart
- Jeff Bezos, fundador de Amazon.com
- Mark Zuckerberg, fundador de Meta Platforms (Antes Facebook)
- Reed Hastings, fundador de Netflix
- Bill Gates, fundador de Microsoft
- Steve Jobs, fundador de Apple Inc.
- Fundadores de la mayoría de las empresas consideradas como ‘familiares’ o ‘manejadas por una familia’

Estos gerentes apasionados llevan (o llevaron) adelante sus empresas en beneficio de todas las partes interesadas, es decir, clientes, empleados, accionistas, proveedores y comunidad en la que hacían negocios, evitando favorecer a un grupo por encima del otro debido a que eran conscientes de que eso sentaba las bases para un beneficio a corto plazo que, a cambio, era capaz de gestar problemas perdurables a largo plazo. Típicamente reciben salarios modestos (o en algunos casos no reciben salario en absoluto) y tienen un alto porcentaje de las acciones de la compañía. Este tipo de gerentes asume una perspectiva de largo plazo cuando toma decisiones de negocios y ligam mental y emocionalmente su éxito personal con la supervivencia, fortalecimiento y crecimiento de la empresa que están dirigiendo; son como padres que ven a la empresa como su hija por lo que hacen todo lo que está a su alcance para salvarla si sienten que está en peligro y realizan esfuerzos que van más allá de las responsabilidades de sus cargos para asegurarse de que se fortalece y crece saludablemente.

Operador-Dueño 2: Este tipo de gerente es apasionado al dirigir los negocios de la empresa pero está a mitad de camino entre actuar en beneficio de todas las partes interesadas y operar los negocios de la empresa en beneficio de su propia carrera profesional y su patrimonio. Estos gerentes reciben típicamente compensaciones superiores a los gerentes de la categoría anterior así que generalmente se los reconoce porque van acumulando año a año acciones de la empresa pero adicionalmente obtienen también un salario alto.

Operador-Dueño 3: Este tipo de gerente es apasionado al dirigir los negocios de la empresa pero su principal objetivo es el beneficio propio. No suelen tomar en consideración las exigencias de los accionistas y aprovechan el poder que tienen dentro de la empresa para pagarse grandes paquetes de compensación. Normalmente, es posible identificar a este tipo de gerentes leyendo la sección titulada ‘Related Party Transactions’ que se encuentra en el Proxy Statement de la empresa, el cual se consigue en la sección de SEC Filings de su sitio web de relaciones con el inversor y es el documento más importante que debe estudiarse al evaluar a los gerentes de una firma en la que se

está considerando invertir. En la sección de ‘Related Party Transactions’ es posible encontrar que este tipo de gerentes hace un uso personal de autos y aviones propiedad de la compañía, se hace pagar por la empresa su seguridad personal y la de su hogar, hace que la empresa le preste dinero a tasas de interés muy bajas o posee propiedades inmobiliarias que luego alquila mediante contratos de leasing con la compañía.

Por ejemplo: Luego del intento fallido de IPO por parte de la empresa WeWork (y gracias al Proxy Statement que tuvo que publicar antes de intentar volverse una empresa pública en Wall Street) se conoció que su CEO Adam Neumann tenía varias ‘Related Party Transactions’ que consistían en alquilarle a la empresa, mediante contratos de leasing, propiedades inmobiliarias que él poseía a título personal, ganando millones de dólares gracias a ellos.⁴⁰

Es imperativo ser muy cuidadoso al invertir en compañías con este tipo de CEOs porque normalmente fallan en crear valor para los accionistas de manera consistente en el tiempo.

Gerente de trayectoria 1: Estos gerentes son los que han tenido una prolongada trayectoria dentro de la empresa; es decir, que han ‘subido por la escalera corporativa’ siendo promovidos en varias ocasiones y que han trabajado dentro de la empresa por al menos tres años.

El principal riesgo que conlleva este tipo de gerentes que se convierten en CEOs es que, en ocasiones, terminan convirtiéndose en gerentes de un área que no es la indicada para ellos. Tal vez una persona fue un gran gerente financiero o un gran gerente de operaciones pero, luego de ser promovido a gerente ejecutivo (CEO) falla en su toma de decisiones y su ejecución, perjudicando a los negocios de la empresa. Por ejemplo: Cuando Ken Rollins asumió el puesto de CEO de Dell Computers en 2004 sustituyendo a Michael Dell, fundador de la compañía, la mayoría de los accionistas pensó que esa sería una transición suave como consecuencia de que Rollins había sido Gerente de Operaciones (COO) de la empresa desde 2001. Aun así, los errores y fallas de gestión de Rollins obligaron a Dell a volver a asumir el puesto de CEO en 2007 ya que, para ese entonces, la empresa había perdido cuota de mercado, su estructura de costos se había inflado, la rentabilidad había disminuido y la compañía se había desenfocado de sus prioridades, queriendo atacar demasiados mercados al mismo tiempo sin tener siquiera una gama de productos lo suficientemente amplia como para posicionarse como un importante competidor en ellos. Rollins había hecho un gran trabajo en su puesto anterior pero, simplemente, no estaba equipado con las capacidades que se necesitaban para ser el CEO de una empresa como Dell. Un caso similar ocurrió en Starbucks cuando Howard Schultz renunció como CEO de la empresa en el año 2000 para luego volver a asumir ese mismo puesto en 2008 debido a que no solo la empresa estaba sufriendo por los efectos de la crisis financiera que terminó de estallar posteriormente ese mismo año sino principalmente porque, durante su ausencia, los gerentes habían cometido el error de fomentar una expansión de la compañía que fue demasiado lejos de manera muy rápida; eso provocó que se diluyera el poder de la

⁴⁰ <https://www.wsj.com/articles/weworks-ceo-makes-millions-as-landlord-to-wework-11547640000>

marca y que se perdiera el foco en defender a la empresa de competidores muy fuertes como McDonald's y Dunkin' Donuts.

Gerente de trayectoria 2: Es el gerente que ingresa a la empresa luego de años de experiencia desempeñándose como gerente de otras empresas de la misma industria. Es posible que el nuevo gerente haya trabajado anteriormente para un competidor directo de la compañía a la que se está uniendo o que, al menos, se haya desempeñado como gerente sirviendo a clientes de similares características.

Los principales riesgos que están ligados a este tipo de gerente tienen su origen en la cultura de la empresa a la que se está uniendo ya que puede ocurrirle que:

- Encuentre resistencia a la implementación de sus decisiones por parte de los empleados de la empresa.
- Intente implementar cambios que fueron exitosos en la/s empresa/s en la/s que anteriormente se ha desempeñado como gerente pero que son incompatibles con la cultura de la empresa en la que trabaja en la actualidad.

Gerente contratado 1: Es el gerente que se une a la compañía luego de desempeñarse en cargos similares en empresas de industrias similares. Este tipo de gerentes suelen ir 'saltando' de un trabajo al siguiente, tomando decisiones que típicamente apuntan a cambios de corto plazo debido a que no se sienten responsables del éxito de la empresa a largo plazo. Muchos de estos gerentes se especializan mucho más en cortar costos que en construir las bases para generar un crecimiento sostenible de los ingresos.

Gerente contratado 2: Es el gerente que se une a la compañía luego de desempeñarse en cargos similares en empresas de industrias en absoluto relacionadas con la industria de la empresa actual. Una de las consecuencias de eso es que el gerente no tiene experiencia sirviendo a clientes con las características que tienen los de la empresa actual y, por lo tanto, tiene una extensa curva de aprendizaje por delante con altas probabilidades de cometer errores importantes mientras la recorre.

Un ejemplo muy conocido de los peligros que conlleva para una empresa contratar como CEO a una persona cuya carrera profesional se ha desarrollado en una industria completamente diferente es el ocurrido en Apple cuando Steve Jobs convenció a John Sculley, por entonces CEO de Pepsi, de que se convirtiera en CEO de Apple, lo cual ocurrió en 1983, permaneciendo Jobs como presidente (chairman) de la junta directiva de la empresa. Poco tiempo después, Sculley y Jobs entraron en sucesivos conflictos que terminaron con Jobs abandonando la compañía en 1985. Sculley dirigió Apple durante 10 años y luego del paso de otros CEOs y de la acumulación de malas decisiones cuyas consecuencias casi llevan a la empresa a la bancarrota, Jobs terminó volviendo a asumir el cargo de CEO de Apple en 1997 para iniciar una nueva etapa en la que le dio la vuelta a una empresa que estaba en declive para convertirla en una de las más innovadoras y disruptivas de la década de los 2000s.

La importancia de la trayectoria de los gerentes al operar los negocios de la empresa

A medida que nos movemos a través de la taxonomía anteriormente descrita, desde el operador-dueño 1 hasta el gerente contratado 2, lo que sucede es que se cuenta con cada vez menos información acerca de cuáles serán las decisiones que con mayor probabilidad tomará el gerente en el futuro cuando deba elegir de qué manera operar los negocios de la empresa y, por esta razón, es que es sensato pagar valuaciones más bajas por las empresas a medida que el gerente tiene menos características del operador-dueño 1 y se aproxima más al gerente contratado 2.

Por ejemplo: Si se invierte en una empresa cuyo CEO es un gerente contratado con poca experiencia dentro de la compañía y la industria, eso aumenta las probabilidades de que se produzca en el futuro un deterioro de sus fundamentos porque, como nadie más que los gerentes tiene en las empresas la capacidad de influenciar sus fundamentos de manera tan rápida, directa y profunda, la poca o nula experiencia del gerente unida al gran poder de ejecución que le otorga su puesto (y que potencia sus efectos, tanto positivos como negativos), generan un coctel que promueve que, en el futuro, sea más probable ver escenarios de caídas en las acciones que subas.

Cuando un nuevo equipo directivo o un nuevo CEO ingresa a una empresa, los resultados pasados de la misma se vuelven menos predictivos de sus resultados futuros debido a la incertidumbre que se genera con respecto a las decisiones de negocio que posteriormente tomará/n y que serán los bloques constructores del futuro de la empresa, siendo mayor el nivel de incertidumbre a medida que el/los gerente/s tienen características más propias del gerente contratado 2 y menos del operador-dueño 1. Nunca olvidemos que siempre que se invierte en una empresa no se lo está haciendo por lo que fue en el pasado sino por las ganancias que obtendrá para sus accionistas en el futuro; los ejemplos mencionados anteriormente lo demuestran ya que Apple era una empresa en declive a finales de la década de los 90s y fueron las decisiones tomadas por Steve Jobs las que la convirtieron en una de las empresas más innovadoras de la década de los 2000s, y lo mismo ocurrió con Microsoft que durante toda esa década fue una empresa en declive que revivió gracias a las decisiones que, a partir de 2014, tomó Satya Nadella desde que asumió el puesto de CEO, para convertirla posteriormente en una de las empresas con mayor capitalización bursátil del mundo.

Todo lo expuesto anteriormente deja claro que el inversor asume un menor riesgo al convertirse en accionista de empresas cuyos gerentes tienen una probada experiencia gestionándola o gestionando alguna empresa similar de la misma industria debido a que, cuando eso ocurre, la experiencia pasada del gerente o equipo directivo se vuelve un predictor más válido de lo que podría suceder a futuro con los negocios de la empresa en la que se está invirtiendo. Esto es así porque este tipo de equipo directivo, integrado por gerentes que cuentan con trayectoria en la empresa o en la industria, entienden las complejidades que tiene la operatoria diaria de los negocios que llevan adelante y, más importante aún, entienden a los clientes, sus demandas y sus características, algo de lo que típicamente carecen los gerentes que provienen de otras industrias.

De acuerdo con la consultora Spencer Stuart⁴¹, es poco común encontrar CEOs que se hayan desempeñado en la misma empresa por periodos muy largos de tiempo (10 años o más). A conclusiones similares llegó un estudio publicado en 2018 por la consultora PwC⁴² en el que analizó la rotación de CEOs de las 2.500 compañías más grandes del mundo durante 19 años y encontró que el tiempo medio en el que los CEOs permanecían en sus cargos era de cinco años y que solo el 19% de los CEOs permanecieron en sus cargos durante 10 años o más.

La confirmación de que la extensión de la trayectoria de los CEOs mejora, a nivel agregado, el rendimiento de las acciones de las empresas vino de parte de Leong, Chen, Yao (2018) quienes en su investigación concluyeron que la duración del CEO en su cargo tiene una correlación positiva y robusta respecto al rendimiento de las acciones de la compañía.

¿Cuáles son los efectos que tiene sobre los negocios de la empresa el hecho de traer a un gerente externo?

Hay ocasiones en la que los inversores hacen subir el precio de las acciones de una empresa cuando un gerente externo ingresa a ella; la razón detrás de este comportamiento es que creen que las habilidades de los gerentes son transferibles de una empresa a la otra y, como consecuencia de eso, reaccionan positivamente cuando un nuevo equipo directivo ingresa a una empresa que estaba siendo mal gestionada por sus gerentes anteriores. Estos inversores consideran que los gerentes externos pueden presionar para hacer cambios y mejorar el desempeño de los negocios de empresas que estaban atravesando por malos momentos gracias a que, al no estar ‘contaminados’ por la cultura de la empresa, pueden realizar un análisis objetivo de su situación y tomar decisiones más racionales respecto a los cambios que deben realizarse para mejorar el desempeño de la compañía.

Según su razonamiento si, por ejemplo, una persona se desempeñó exitosamente como gerente de Coca Cola, será capaz de repetir ese éxito operando los negocios de cualquiera otra empresa. En el ámbito de las inversiones este tipo de razonamientos es similar a afirmar que un gran inversor en valor será también un gran trader, solo por el hecho de que ambas actividades están relacionadas con la inversión en acciones. Evidentemente, ese razonamiento es erróneo porque, en ambos casos, la experiencia y el conocimiento obtenidos en una actividad no son directamente transferibles a la otra.

Los inversores a menudo cometen el error de subestimar la importancia de las ‘redes de contención’ de profesionales y compañeros de trabajo que esos gerentes externos tuvieron en sus anteriores compañías y que, de hecho, les ayudaron a alcanzar el éxito que obtuvieron. Cuando esos mismos gerentes exitosos ingresan a una nueva empresa, habitualmente se encuentran con problemas para llevar adelante sus planes debido a que no cuentan con su ‘red de contención’ y terminan no

⁴¹ <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/ceo-transitions-2020>

⁴² <https://www.strategyand.pwc.com/gx/en/insights/ceo-success.html>

pudiendo repetir en la nueva compañía el éxito anterior. Sumado a eso, muchos gerentes se caracterizan por ser ‘expertos cortadores de costos’ que fallan cuando lo que se requiere es hacer que los negocios de una empresa crezcan. Existen pocos casos de gerentes que sean buenos tanto en cortar costos como en construir y expandir los negocios de una empresa, siendo Steve Jobs uno de sus mayores exponentes de eso ya que, cuando regresó a Apple en 1997, la empresa estaba en riesgo de ir a la bancarrota así que, antes de reconstruir las líneas de productos y reorganizar los negocios de la compañía, Jobs tuvo que iniciar un proceso de eliminación de costos para volver a convertir a Apple en una empresa solvente.

Cuando un inversor se entera de que un nuevo gerente externo se ha unido a una de las empresas que tiene en su portafolio o en la que está considerando invertir, es necesario que tome esto con precaución porque, aunque no necesariamente se trata de una mala noticia, alguien externo a la empresa necesitará de una cantidad significativa de tiempo para aprender los detalles de sus negocios y de su cultura empresarial. Un gerente general con un amplio y profundo conocimiento de la empresa es un requisito crítico para generar un crecimiento sostenido de sus negocios a largo plazo por lo que, el hecho de que un gerente externo se incorpore a la empresa para ocupar ese puesto, es una señal de alerta que aumenta el riesgo de la inversión debido a la posibilidad de que el nuevo gerente no esté a la altura de las circunstancias y termine destruyendo valor en la empresa como consecuencia de malas decisiones tomadas. La falta de conocimiento y entendimiento evidente que un gerente externo tiene sobre los recursos y restricciones de la empresa a la que se ha unido genera el riesgo de que, en lugar de construir aprovechando las capacidades existentes del negocio, el gerente se desvíe de ellas creando incertidumbre con respecto a lo que puede suceder en el futuro con los negocios de la compañía.

Existen industrias en las que un conocimiento especializado de los negocios es especialmente crítico para el éxito de las empresas (por ejemplo: Empresas farmacéuticas, biotecnológicas, químicas, aseguradoras) y, por lo tanto, es muy difícil que un gerente externo logre gestionar exitosamente este tipo de negocios debido a lo prolongada que es su curva de aprendizaje. Como consecuencia de esto, resulta conveniente evitar invertir en empresas de industrias que tienen estas características cuando han convertido a una persona externa a la industria en su nuevo CEO ya que, la falta de experiencia en ese tipo de negocios aumenta mucho la probabilidad de cometer errores y, en las sociedades anónimas, no solo los gerentes son quienes pagan por sus errores sino también los accionistas a ver disminuido el valor de sus inversiones.

A pesar de todo lo dicho anteriormente, existen algunos casos en los que contratar a un gerente externo tiene más probabilidades de resultar favorable para los negocios de una empresa:

- Si la empresa necesita romper con las estrategias de negocio que venía implementando en el pasado.
- Si la empresa necesita cortar costos rápidamente.

- Si la industria está cambiando rápidamente y/o está experimentando algún tipo de disrupción tecnológica (si la industria es estable, es evidente que un gerente con un conocimiento profundo de las características de la industria es el más apropiado para la empresa).

La mayoría de los gerentes especializados en cortar costos suelen tener un buen desempeño en un principio, cuando se dedican a hacer lo que mejor saben hacer pero, posteriormente, cuando las finanzas de la compañía han sido estabilizadas y llega el momento de hacer crecer y desarrollar sus negocios tienden a hacerlo pobremente; en otras palabras, son muy buenos desinvirtiendo y cortando costos pero fallan cuando llega el momento de ‘construir’ crecimiento de ingresos y sostener dicho crecimiento a largo plazo. Un ejemplo de este tipo de gerentes fue el célebre Albert J. Dunlap, apodado ‘Chainsaw Al’ (Al motosierra) y conocido por ser un despiadado cortador de costos. La estrategia de Dunlap lograba tomar una empresa en decadencia y volverla a convertir en una empresa rentable en menos de un año y, de hecho, eso fue lo que hizo en Scott Paper que pasó de perder u\$s 227 millones en 1993, cuando Dunlap se convirtió en CEO, a ver incrementada su capitalización de mercado en un 155% durante los primeros 20 meses de su estadía en el cargo. Lo que hizo para lograr eso fue despedir a 11.200 empleados provenientes de todos los niveles jerárquicos de la compañía, cortó a la mitad el presupuesto para investigación y desarrollo, suspendió toda campaña de filantropía y cortó costos de mantenimiento de instalaciones de planta. Su éxito en Scott Paper fue enorme y eso lo llevó a convertirse en el CEO de Sunbeam en 1996, lo cual disparó el precio de las acciones de la empresa en un 60% nada más conocerse la noticia debido a que los inversores de esa compañía anticipaban que Dunlap obtendría en ella resultados similares a los que consiguió en Scott Paper, pero la historia muestra que no eso no fue lo que ocurrió, a tal punto que la compañía terminó declarándose en bancarrota en 2001, dos años después de que Dunlap haya sido despedido del cargo e incluso le costó al propio Dunlap una sanción de por vida para ejercer cualquier cargo ejecutivo en una empresa cotizante en mercados de capitales debido a que la SEC consideró que había cometido fraude contable en Sunbeam cuando se dio cuenta de que sus decisiones no estaban funcionando.

Cuando una persona externa a la empresa ingresa a esta para ocupar un cargo importante como gerente es necesario hacerle un seguimiento a las decisiones que toma (y más aún si proviene de otra industria). Los mejores gerentes externos son aquellos que no realizan cambios rápidamente e inmediatamente después de ocupar el puesto sino que se toman el tiempo y realizan el esfuerzo necesario para entender, en primer lugar, los negocios de la empresa, las características de sus clientes y las opiniones de los empleados antes de intentar implementar grandes cambios. Gracias a eso, se ganan primero el apoyo de los empleados que, en definitiva, son los que terminarán ejecutando sus planes y, al mismo tiempo, disminuyen las probabilidades de encontrarse en el futuro con la situación de que han sobre o subestimado las capacidades de sus empleados. Si, por el contrario, un nuevo gerente se une a una empresa e inmediatamente comienza a hacer cambios, sin tener a los empleados de su parte ni entender cuáles son las limitaciones que tienen, eso aumenta las probabilidades de que eventualmente la ejecución de sus planes falle y se termine destruyendo valor

de los accionistas, razón por la cual es conveniente evitar invertir en empresas que estén atravesando contextos como ese.

¿Es el gerente un ‘león’ o una ‘hiena’?

Esta es simplemente otra manera de categorizar a los miembros del equipo directivo de una empresa y proviene de la manera en la que leones y hienas interactúan en la naturaleza; ambos son depredadores que compiten directamente entre sí pero hay importantes diferencias entre ellos ya que, mientras los leones cazan en manada para, de esa manera, ir en busca de presas más grandes y tener así más comida para todos, las hienas solo se unen para cazar cuando la cacería es fácil y, luego de la misma, se separan para volver a dedicarse a la carroña. En ambas especies existe la jerarquía dentro de la manada pero, en el caso de los leones podría decirse que la pirámide social está ‘achatada’, con la mayoría de los leones asumiendo un estatus similar a los demás, lo cual no se repite en el caso de las hienas cuya pirámide social es más ‘empinada’ a tal punto de que solo se unen en equipo hienas de diferentes rangos cuando es inmediatamente beneficioso para la cacería. La lealtad en las hienas es débil, llegando al extremo a abandonar a una de ellas cuando ha sido herida o está débil.

Aplicado al mundo empresarial, este contraste entre estilos de gestión puede resumirse en:

Gerente 'León'	Gerente 'Hiena'
Comprometido con sus valores éticos y morales	Está dispuesto a dejar de lado la ética si es necesario
Piensa a largo plazo y toma decisiones con ese enfoque	Piensa a corto plazo
No toma atajos	Quiere ganar a cualquier costo
Ávido de adquirir nuevos conocimientos	Poco interés en adquirir nuevos conocimientos
Apoya a socios y aliados	Trabaja la mayor parte del tiempo solo
Trata a sus empleados como socios	Trata a sus empleados de manera inferior
Admira la perseverancia	Admira las tácticas, el ingenio y la astucia

Continuando con la metáfora puede decirse que el gerente ‘león’ es capaz de construir la infraestructura necesaria para levantar un rascacielos de 100 pisos mientras que, el gerente ‘hiena’ solo es capaz de construir edificios de 5 pisos debido a que pueden ser terminados en poco tiempo. Construir negocios que perduren a largo plazo es la principal diferencia entre el enfoque gerencial del ‘león’ y la ‘hiena’ porque invertir en capital humano para crear un gran equipo de profesionales y construir la infraestructura necesaria para que los negocios de la empresa tengan ventajas competitivas que les permitan proteger sus ingresos de sus competidores durante prolongados periodos de tiempo son tareas que demandan una gran cantidad de tiempo que el gerente ‘hiena’ no está dispuesto a tolerar; este gerente, en cambio, prefiere enriquecerse mediante la repetición de ciclos cortos de construcción de edificios de 5 pisos. El gerente ‘hiena’ jamás sería capaz de construir el rascacielos de 100 pisos que será mucho más rentable y generará ingresos por mucho

más tiempo que el edificio de 5 pisos debido a que este último tarda mucho menos tiempo en construirse y le resulta rentable al gerente, por lo que cumple con los objetivos que este tiene a pesar de no estar muy alineado con los objetivos de los accionistas ya que estos se hubieran beneficiado mucho más con el rascacielos que con el edificio pequeño.

Muchas compañías prometedoras que se encuentran en un estado inicial no asumen el riesgo de cruzar el abismo que las separa de convertirse en empresas con negocios establecidos debido a que carecen de un gerente ‘león’ y de la infraestructura necesaria para desplegar sus características (equipo de trabajo, conocimientos técnicos, estructura organizacional y cultura empresarial). Todos estos son requisitos ‘de base’ necesarios para sobrevivir en las etapas iniciales de la vida de una empresa debido a que son los que fomentan la generación de un crecimiento orgánico en los ingresos que es sostenible a largo plazo; por todo esto es que, en definitiva, son las razones que hacen que las empresas jóvenes dirigidas por gerentes de tipo ‘león’ sean las que eventualmente terminan convirtiéndose en inversiones que logran multiplicar varias veces el capital de sus inversionistas iniciales.

Al analizar las características del CEO de la empresa a nivel personal es necesario también observar características que indiquen qué tan probable es que sea capaz de formar y liderar un equipo directivo eficiente (en otras palabras, características de tipo ‘león’). ¿Es el gerente alguien que valora más a las personas si estas demuestran poder, influencia y capacidad para ‘hacer que las cosas se hagan’ o es una persona que siempre se considera mejor que quienes le rodean? Tal vez es una persona que trata muy bien a quienes están a su mismo nivel o a los principales accionistas de la compañía pero, a su vez, maltrata a quienes están por debajo de él en la jerarquía de la empresa. Todas esas características mencionadas en segundo lugar corresponden a gerentes de tipo ‘hiena’ con los que no es conveniente asociarse. Si se desea aumentar las probabilidades de tener éxito en una inversión, al momento de invertir en una empresa es importante hacerlo en aquellas que tengan gerentes (de ser posible el CEO) con características de ‘león’, que muestren respeto por las personas más allá de su status en la jerarquía organizacional ya que ese es un fuerte predictor de las capacidades que tienen para imponer respeto sobre los demás, la cual es una característica importante de los buenos líderes.

¿De qué manera llegó el gerente a la posición de liderazgo en la que se encuentra dentro de la empresa?

Para lograr entender los antecedentes del equipo directivo de una empresa resulta conveniente comenzar construyendo una cronología de sus carreras profesionales, como mínimo del CEO y, de ser posible, de los cinco gerentes más importantes. El lugar más evidente en el que puede encontrarse información útil para realizar esto es en la sección ‘biography’ del proxy statement de la

compañía, el cual puede descargarse en la sección de SEC Filings de la web de relaciones con el inversor.

El objetivo de conocer la biografía del CEO y de los gerentes más importantes de una empresa es conocer los detalles más minuciosos de sus trayectorias profesionales, para lo cual serán necesarios los proxy statements de, al menos, los últimos cinco años y, de ser posible, los últimos diez, a los cuales conviene sumar los artículos que puedan encontrarse sobre el CEO o alguno de los principales gerentes de la empresa además de las entrevistas que les hayan realizado en el pasado ya que es costumbre que, en las entrevistas extensas, los gerentes se explayen hablando sobre sus carreras profesionales y los logros de sus vidas. Si el gerente es una persona reconocida en el ambiente empresarial es bastante probable que se le haya dedicado algún artículo en Wikipedia (<https://en.wikipedia.org/>) o la enciclopedia Británica (<https://www.britannica.com/>) así que valdrá la pena buscar en esas fuentes debido a que puede encontrarse allí información muy detallada sobre su trayectoria profesional. En los casos en los que el gerente es una persona reconocida a nivel internacional es probable que también se hayan escrito libros sobre su vida así que, si se ha escrito algún libro sobre el gerente cuya trayectoria se está investigando, será muy útil leerlo porque ese tipo de fuentes puede contar anécdotas y dar detalles valiosos sobre la manera que tiene de hacer negocios que difícilmente aparezcan mencionados en otras fuentes.

Un gran ejemplo de todo lo dicho anteriormente es Elon Musk, quien tiene artículo en Wikipedia (https://en.wikipedia.org/wiki/Elon_Musk), en Wikidata (<https://www.wikidata.org/wiki/Q317521>), en la enciclopedia Británica (<https://www.britannica.com/biography/Elon-Musk>), además de un libro titulado “Elon Musk: Tesla, SpaceX, and the Quest for a Fantastic Future”, publicado en 2017 y escrito por Ashlee Vance que habla sobre su vida, trayectoria y su manera de hacer negocios.

Al estudiar el pasado de un gerente lo más importante es entender de qué manera se hizo camino a través de las estructuras jerárquicas de las compañías en las que trabajó ya que, gracias a eso, puede determinarse con bastante claridad si tiene un historial de hacer buenos tratos, saber negociar, ser competente con respecto al manejo de las finanzas, saber de marketing o crear nuevos productos/servicios. Por ejemplo: Si un gerente ha trabajado la mayor parte de su carrera en empresas cuyos accionistas mayoritarios eran empresas de capitales de inversión privada (private-equity firms), como este tipo de empresas gestionan fondos de inversores institucionales y de individuos de gran patrimonio, es posible que presionen al gerente para que tenga una mentalidad enfocada a obtener resultados a corto plazo, lo cual se traduce en un gerente mucho más enfocado en cortar costos que en realizar inversiones de capital que construyan activos que incrementen los ingresos de la empresa durante los próximos años. En cambio, si el CEO es el fundador de la empresa, quien además la ha dirigido desde su fundación y es uno de sus principales accionistas, es bastante probable que sus decisiones estén enfocadas en construir activos que le brinden a la empresa ventajas competitivas que le permitan incrementar y proteger sus ingresos a largo plazo, incluso si eso significa que, a corto plazo, los balances reporten ganancias muy pequeñas o incluso pérdidas.

Algunas preguntas importantes a responder con respecto a la trayectoria de los gerentes son:

- ¿Tiene el gerente experiencia en las áreas de operaciones, marketing y finanzas de las empresas en las que trabajó?
- ¿Tiene el gerente un historial de ir ‘saltando’ de trabajo en trabajo o cuenta con una extensa trayectoria en la misma empresa o la misma industria?
- ¿Hubo algún momento de su carrera en el que no estuvo trabajando en ninguna empresa o fue despedido de su cargo? En caso afirmativo ¿Por qué razones?

Es muy importante determinar, al menos de forma aproximada, cuánta interacción tuvo el gerente en el pasado con los clientes y empleados de las empresas en las que trabajó ya que no es lo mismo un gerente cuya carrera está cimentada en años de experiencia lidiando con los clientes de una empresa, por ejemplo en las áreas dedicadas al marketing y ventas o lidiando con empleados en áreas dedicadas a la producción y operaciones, que un gerente cuya carrera transcurrió en las áreas administrativas de las empresas, lidiando principalmente con burocracia, contabilidad y colegas administrativos. Si el gerente ha sido previamente un controlador contable, tesorero o gerente financiero antes de ser promovido a CEO, eso quiere decir que ha pasado la mayor parte de su tiempo profesional en la parte administrativa de la compañía mientras que, por el contrario, si el CEO de la empresa ocupó anteriormente cargos importantes en las áreas de ventas, marketing, operaciones o producción, eso quiere decir que ha tenido que interactuar largamente con clientes y/o empleados.

Mucho cuidado con gerentes que no tienen experiencia lidiando con clientes y empleados

Un riesgo al que se puede estar expuesto con los gerentes que han surgido desde dentro de la propia empresa es que hayan ascendido a través de la parte administrativa de la compañía, sin haber estado expuestos a la parte operativa; este tipo de situaciones prepara el terreno para que, una vez que ocupa un puesto ejecutivo, ese gerente tome decisiones equivocadas con respecto a las operaciones diarias de la empresa si no se rodea de personas idóneas que lo asesoren correctamente en esa área. Las razones para que esto ocurra son bastante intuitivas: Si el gerente ha ingresado a la empresa ocupando directamente un cargo ejecutivo o ha subido a través de la escalera corporativa de la parte administrativa ¿Cómo entonces se pretende que tenga los conocimientos y la experiencia necesaria para operar correctamente los negocios de la empresa en los niveles más cercanos al cliente? Estos gerentes tienen un conocimiento estrecho de los negocios de la empresa debido a que solo han tenido contacto con ellos desde un punto de vista administrativo o ejecutivo mientras que carecen de experiencia en la parte operativa y algo similar les ocurre también con respecto a los empleados de la compañía, con quienes solo tuvieron interacciones limitadas debido a que sus puestos no les exigían tratar extensamente con ellos.

Por ejemplo: No hay dudas de que el descubrimiento y desarrollo de nuevas drogas por parte de empresas farmacéuticas es una tarea que requiere de una gran cantidad de conocimiento especializado y, por lo tanto, se trata de una de las industrias más propensas a sufrir un deterioro de sus operaciones en los casos en que un gerente falto de conocimientos operativos asuma el puesto de CEO. Eso fue lo que ocurrió en varias empresas farmacéuticas durante la década de los años 2000s en los que gerentes administrativos o gerentes provenientes de industrias no relacionadas con el sector de la salud se hicieron cargo de la dirección ejecutiva de compañías de esa industria. El caso de los laboratorios Merck fue bastante representativo de lo que ocurrió en esa industria porque esta empresa venía de generar excelentes rendimientos para sus accionistas a lo largo de más de una década, cuando estuvo gestionada por Roy Vagelos quien era un científico (químico y médico) que había sido la cabeza del departamento de investigación de Merck antes de convertirse en su CEO y dirigir la compañía entre 1978 y 1994. Durante su gestión, Vagelos cambió la manera en la que Merck realizaba sus investigaciones al enfatizar el descubrimiento de nuevas drogas; trajo a la empresa cientos de nuevos científicos y modernizó sus laboratorios, inició investigaciones en nuevas áreas, como los tratamientos cardíacos, e incrementó el presupuesto para investigación y desarrollo en casi un 20% promedio por año. De esa manera, Merck se focalizó principalmente en el descubrimiento de nuevas drogas en lugar de intentar hacerle mejoras a drogas existentes, tal como hacían la mayoría de las otras empresas farmacéuticas en ese momento y ese enfoque rindió sus frutos porque, durante el mandato de Vagelos, 10 nuevas drogas fueron descubiertas por la compañía y, cuando este se retiró en 1994, la empresa era la líder en ventas en su industria. Los problemas aparecieron cuando la junta directiva designó como reemplazante de Vagelos a Raymond Gilmartin, quien previamente había trabajado en Becton Dickinson, un fabricante de equipamiento médico. Tal como puede suponerse, Gilmartin era un ‘extranjero’ a la industria farmacéutica que no estaba empapado de la cultura de investigación e innovación constante que era mandatoria para el éxito de las compañías de esa industria así que, como resultado de eso, un gran número de científicos talentosos fue abandonando la empresa con el paso de los años y la capacidad de Merck para desarrollar nuevas drogas cayó fuertemente como consecuencia de eso, deteriorando a su vez los fundamentos del negocio y haciendo caer el precio de sus acciones.

¿Cuánta experiencia tiene el CEO (y los principales gerentes de la empresa) lidiando directamente con los clientes?

Si las características de los negocios de las empresas de una industria provocan que su éxito dependa en gran medida de las habilidades de sus gerentes, el riesgo de la inversión se verá muy reducido si se invierte en empresas cuyos gerentes tengan una vasta experiencia lidiando con los problemas de sus clientes; de la misma manera y por las mismas razones, al invertir en empresas de ese tipo de industrias es muy conveniente evitar invertir en aquellas cuyos gerentes hayan pasado la mayor parte de sus carreras en las áreas administrativas/contables/financieras o que hayan trabajado mayormente sirviendo a clientes de otro tipo de industrias.

Por ejemplo: En 2002, Jack Stahl dejó su trabajo como presidente de Coca Cola para intentar darle la vuelta a la mala situación que estaba atravesando la empresa de cosméticos Revlon. Stahl había trabajado en Coca Cola durante 22 años así que, en Revlon, tenían mucha confianza en que sería capaz de mejorar las operaciones de la empresa, dado su buen historial al frente de su empresa anterior. Stahl trajo a Revlon expertos en finanzas y estadística que ayudaron a reducir exitosamente la deuda de la compañía pero, desafortunadamente, no tuvo los mismos aciertos al cambiar la manera en la que la empresa promovía y comercializaba sus productos ya que, a medida que Revlon iba lanzando nuevos productos, se notaba una pérdida de clientes históricos y un descenso en la apreciación de la marca por parte de sus clientes habituales. En tan solo cuatro años desde que Stahl asumió el control gerencial de Revlon, la compañía sufrió constantes pérdidas en sus estados contables así como una baja de más del 60% del precio de sus acciones, lo que llevó a Stahl a dejar la empresa en 2006. A pesar de que Stahl había hecho un excelente trabajo al frente de Coca Cola, no estaba correctamente capacitado para lidiar con los pormenores de la operatoria de una empresa de cosméticos y las demandas puntuales de su base de clientes que, por supuesto, eran muy diferentes de las que tenían los clientes de Coca Cola.

¿Tienen los principales gerentes experiencia en los diferentes tipos de operaciones que se realizan en la empresa?

Es importante conocer (al menos de manera aproximada) el nivel de entendimiento que tienen los principales gerentes de la empresa (o, al menos, el CEO) de todas las divisiones/áreas, segmentos de negocios y funciones operativas directamente relacionadas con la creación, mejoramiento y expansión de la propuesta de valor de la compañía. Idealmente, lo que se busca es un gerente que tenga experiencia directa habiendo trabajado en múltiples posiciones dentro de la compañía, de ser posible en contacto con clientes, proveedores y empleados.

Por ejemplo: Tom Folliard fue presidente de la junta directiva y CEO de CarMax, una cadena de tiendas minoristas de autos usados, entre 2006 y 2016. Folliard se unió a la compañía en 1993 y se convirtió en director de la división de compras en 1994. Fue promovido a vicepresidente del área de mercadotecnia 1996, a vicepresidente senior del área de operaciones de tiendas en el 2000, vicepresidente ejecutivo de la misma área en 2001, hasta llegar a convertirse en presidente de la compañía y CEO en 2006. Todo este recorrido permite constatar que Folliard lideró la mayoría de las divisiones más importantes de CarMax antes de convertirse en su CEO así que estaba claro que entendía las necesidades que tenían cada una de esas divisiones para operar exitosamente. Toda esa experiencia acumulada disminuyó mucho el riesgo para los accionistas de que Folliard, una vez investido como CEO, fallara en aumentar el valor de la compañía con sus decisiones ya que, para ese momento, contaba con una vasta experiencia lidiando tanto con clientes como con proveedores y empleados de la empresa.

¿Cuál es el historial de logros del CEO (y gerentes más importantes) operando negocios?

Leyendo el Proxy Statement, artículos y entrevistas referidas al CEO y, de ser posible, gerentes importantes de la empresa que se está analizando es muy útil realizar un historial de los logros pasados que estos tuvieron en sus anteriores puestos o empresas. Así como los logros pasados nos dicen mucho acerca de lo que puede esperarse de un gerente en el futuro, la falta de logros es también muy reveladora acerca de las expectativas racionales que deberían tenerse sobre su futuro desempeño. Aquí por supuesto no debe caerse en el ‘sesgo de continuación’ creyendo necesariamente que un gerente sin logros pasados carecerá también logros futuros pero sí deben ajustarse las expectativas para tampoco creer que será capaz de aumentar el valor de la compañía por encima de la media de su industria cada año.

¿Por qué razón el CEO y los gerentes más importantes fueron promovidos a esos puestos?

La respuesta a esta pregunta puede brindar información útil acerca de la trayectoria del gerente, sus fortalezas y su experiencia lidiando con clientes, empleados o la burocracia administrativa de las empresas en las que trabajó.

¿Cómo era la cultura corporativa de las empresas en las que el gerente ha trabajado en el pasado?

La cultura corporativa puede ser una de las principales ventajas competitivas de una empresa o una de las principales razones de su decadencia así que, conocer los principales detalles de la cultura corporativa que tenían las empresas en las que un gerente ha trabajado a lo largo de su carrera profesional es de mucha utilidad para conocer de qué manera puede desempeñarse en su cargo actual, especialmente si ha ejercido alguno de sus cargos pasados durante un prolongado periodo de tiempo.

Las principales fuentes en las que puede encontrarse información acerca de la cultura corporativa de una empresa son artículos y libros que hablen sobre ella y las cartas del CEO a los accionistas.

¿De qué manera son compensados los altos directivos de la empresa y cómo llegaron a tener la cantidad de acciones de la empresa que tienen?

Es sumamente importante conocer las compensaciones salariales y en acciones que reciben principales gerentes de la empresa que se está analizando, además del porcentaje de acciones de la empresa que cada uno de ellos posee. Toda esta información se encuentra disponible en el proxy statement que puede descargarse desde la web de relaciones con el inversor de la compañía.

Entender de qué manera los más altos gerentes de una empresa son compensados por su trabajo brinda mucha información acerca de su motivación y carácter. Idealmente, lo que más se busca mediante este análisis es entender si la estructura que tienen las compensaciones de los gerentes premia su desempeño a corto o largo plazo. Por ejemplo: Si el CEO de una empresa posee acciones de la compañía por valor de u\$s 100 millones y recibe un salario de u\$s 100.000 al año, es mucho más probable que tome decisiones orientadas al crecimiento a largo plazo de los negocios de la empresa debido a que sus incentivos están puestos en hacer que suban los precios de las acciones y no en intentar durar todo lo posible en ese puesto para cobrar el salario durante el mayor tiempo posible. Por el contrario, si el CEO recibe un salario anual de u\$s 5 millones y tiene acciones de la empresa por valor de u\$s 1 millón, es bastante probable que valore más su trabajo y la permanente en él durante el mayor periodo de tiempo posible que el valor que puedan tener en el futuro las acciones de la compañía ya que su patrimonio se ve mucho más afectado por su salario que por su tenencia de acciones de la empresa así que sus incentivos están puestos en tomar decisiones que hagan que los balances se vean lo mejor posible a corto plazo, incluso si eso significa dejar pasar oportunidades para generar un mayor crecimiento a largo plazo o, peor aún, que provoquen una destrucción del valor de la empresa a largo plazo.

Buscar empresas cuyos CEOs reciben salarios bajos y tienen un porcentaje mayor al 5% de las acciones de la compañía

Varias de las empresas cuyas acciones han tenido los mejores rendimientos anuales en términos históricos han sido gestionadas por CEOs que recibían salarios muy bajos o directamente no recibían salario alguno pero tenían un porcentaje alto de las acciones de la compañía. Eso ocurrió debido a que esos gerentes tomaban sus decisiones con el objetivo de crear ventajas competitivas duraderas y negocios que fueran capaces de crecer en ingresos por encima del promedio de la industria durante prolongados periodos de tiempo (5 años o más).

Por ejemplo: Jeff Bezos, fundador y CEO de Amazon.com se ha caracterizado siempre por tener una visión de largo plazo y por no preocuparse si el mercado castiga el precio de las acciones de la

empresa en el corto plazo, mientras las ganancias son pequeñas como consecuencia de estar invirtiendo mucho capital en negocios que van a madurar y generar mayores ganancias para la compañía en el largo plazo.

En la carta a los accionistas de 1997 Bezos escribió:

“Cuando nos vemos obligados a elegir entre mejorar la apariencia de nuestros resultados contables y maximizar el valor presente de los flujos de caja futuros, elegimos los flujos de caja”

A esta frase la volvió a repetir en su última carta a los accionistas, publicada en 2021.

En la carta a los accionistas de 2004 Bezos explicó la importante diferencia que existe entre ganancias y flujo de caja:

“¿Por qué no enfocarse en primer lugar y por encima de todo en las ganancias, las ganancias por acción y el crecimiento de las ganancias, como hacen muchas otras empresas? La respuesta sencilla es que las ganancias no se traducen directamente en flujos de caja y las acciones valen solamente el valor presente de los flujos de caja futuros de la empresa, no el valor presente de sus futuras ganancias”.

En la carta a los accionistas de 2012 Bezos enfatizó la importancia de asumir una perspectiva de largo plazo en relación al valor intrínseco de la compañía:

“Mientras escribo esto, el rendimiento reciente de nuestras acciones ha sido positivo, pero constantemente nos recordamos a nosotros mismos un punto importante; tal como frecuentemente cito al famoso inversor Benjamin Graham en nuestras reuniones con empleados: A corto plazo el mercado es una máquina de votar pero, a largo plazo, es una máquina de ponderar. No celebramos un incremento del 10% en el precio de nuestras acciones de la misma manera que celebramos una excelente experiencia del cliente. No somos un 10% más inteligentes cuando eso ocurre y, de la misma manera, no somos un 10% más tontos cuando las acciones van en la dirección contraria. Queremos ser ponderados así que estamos siempre trabajando para construir una empresa más grande”.

Tarasoff y McCormack (2013) utilizaron el caso de Amazon para demostrar que las normas contables GAAP no eran capaces de reflejar la gran cantidad de inversiones que estaba realizando la compañía y el alto rendimiento sobre el capital invertido que estaban obteniendo, razón por la cual las acciones en el mercado reflejaban un valor muy inferior al que realmente tenía la empresa pero que, eventualmente, se vería manifestado cuando las fuertes inversiones que estaba realizando comenzasen a generar ingresos y el monto destinado a inversiones de capital comenzase a disminuir ya que esa combinación se traduciría en un gran aumento de las ganancias por acción en el estado de resultados. El paso del tiempo efectivamente mostró que esos autores estaban en lo correcto porque, cuando ese paper fue publicado las acciones de Amazon cotizaban a u\$s 300 cada una y su valor se vio multiplicado por 11 en tan solo siete años, siendo ese un excelente ejemplo que muestra

cabalmente el enfoque de largo plazo con el que Jeff Bezos llevaba adelante toda la operatoria de la compañía.

Otros ejemplos similares de gerentes que reciben muy poca compensación y tienen un porcentaje importante de las acciones de la compañía que dirigen son:

- Mark Zuckerberg, fundador y CEO de Meta Platforms, cobra un salario de u\$s 1 por año, no cobra bonos en acciones u opciones y, en cuanto a su tenencia de acciones, tiene casi el 53% del poder de voto de la compañía.
- Warren Buffett, CEO de Berkshire Hathaway, cobra un salario de u\$s 100.000 anuales que se ha mantenido constante durante décadas, no recibe bonos y, en cuanto a sus acciones, posee el 16% del equity de la compañía.
- Elon Musk, CEO de Tesla Inc, no cobra salario ni bonos y posee el 23% de las acciones de la compañía.

Mucho cuidado con los gerentes que poseen muchas opciones sobre acciones de la empresa

Una de las maneras más comunes en las que los gerentes son compensados es mediante opciones sobre acciones de la compañía que dirigen, las cuales les otorgan el derecho de comprar acciones de la empresa a un precio estipulado en un momento específico. En otras palabras, representan para el gerente un pago potencial futuro libre de riesgo gracias a que, si el precio de la acción no se posiciona por encima del valor base de la opción, el gerente simplemente puede esperar hasta que lo haga para ejecutarla, venderla y cobrar el producido de dicha venta.

Los accionistas creen que otorgándoles a los gerentes opciones sobre acciones de la empresa los motivarán a aumentar el valor de la compañía debido a que ellos también se convertirán en accionistas al ejercerlas, pero el problema que tiene este instrumento es que pueden darse situaciones en las que se recompensa a los gerentes por situaciones de las que ellos no son responsables como, por ejemplo, el crecimiento económico del país o la expansión del tamaño de la industria. En efecto, si una industria se expande porque, además, se ha expandido la actividad económica del país, una empresa puede ver aumentados sus ingresos y ganancias por acción sin necesariamente haber logrado aumentar su cuota de mercado pero, aun así, el gerente podría sacar ventaja de la suba del precio de las acciones que podría producirse como resultado del aumento de las ganancias por acción y ejercer sus opciones para luego vender las acciones en el mercado y obtener así una ganancia por una situación que no fue el resultado de sus habilidades como gerente ni de las decisiones que tomó estando al frente de la compañía.

En realidad, lo que sucede con respecto a este tipo de incentivos es que la mayoría de los programas de otorgamiento de opciones sobre acciones a los gerentes de las empresas los termina

recompensando por obtener ganancias de corto plazo. Esto ocurre porque los gerentes con muchas opciones en lugar de acciones tienen incentivos para adoptar un enfoque de corto plazo dedicado a incrementar el precio de las acciones con el objetivo puesto en ejercer sus opciones, vender las acciones y embolsarse una ganancia. Esta distorsión de incentivos puede llevarlos a tomar decisiones muy dañinas para hacer subir el precio de las acciones a corto plazo en detrimento de la solidez y expansión de los negocios de la empresa a largo plazo. Ejemplos de esto pueden ser las adquisiciones realizadas con el objetivo de incrementar temporalmente las ganancias por acción reportadas en el estado de resultados o el corte drástico de varios ítems de costos para lograr el mismo objetivo. Este tipo de decisiones de corto plazo pueden eventualmente causar un deterioro permanente del valor de los negocios de la empresa a medida que las malas decisiones tomadas por los gerentes se van acumulando una encima de la otra.

Mucho cuidado con las empresas que ofrecen premios muy grandes en acciones a sus gerentes

Este tipo de grandes compensaciones son típicamente otorgadas a gerentes que ingresan a la empresa provenientes de otras empresas o industrias. Se necesita ser muy cuidadoso acerca de los paquetes de compensación que les otorgan a los gerentes grandes cantidades de acciones y que están fuera de proporción con respecto a la contribución real que hacen a la compañía.

Un ejemplo muy claro de este tipo de situaciones es Robert Nardelli, quien recibió el equivalente a u\$s 30 millones en acciones de la empresa además de u\$s 7 millones en efectivo cuando se unió a Home Depot como su CEO en el año 2000. No bastando con eso, después de obtener u\$s 38 millones en 2006, Nardelli recibió la enorme suma de u\$s 210 millones en concepto de indemnización por despido cuando dejó la compañía en 2007. No es necesario decir que todo ese dinero hubiera sido para los accionistas o para hacer crecer el negocio de no ser por lo exageradas que fueron las compensaciones que recibió ese CEO, sobre todo teniendo en cuenta que, durante el mandato de Nardelli, el precio de las acciones de la empresa fue desde los u\$s 45 el día que asumió en el año 2000 hasta los u\$s 39 el día que abandonó la compañía en 2007. No bastándole con eso, Nardelli luego fue a Chrysler y también allí ingresó con un enorme paquete de compensaciones. Su estadía en Chrysler fue la de un típico CEO que se dedica a cortar costos; despidió a 35.000 trabajadores y aun así no pudo revertir la mala situación de la empresa que terminó enfrentando la bancarrota (Chapter 11) en 2009. Nardelli dejó la compañía tan solo 21 meses después de haber asumido como CEO y tanto en Home Depot como en Chrysler, no se le pagó por el resultado de sus decisiones en el rendimiento de los negocios de la empresa sino que simplemente se le pagó por unirse a ella.

Dicho esto, cabe aclarar que los grandes paquetes de compensaciones no siempre indican que el gerente privilegiará sus intereses por encima de la creación de valor para los accionistas. Por

ejemplo: Larry Ellison, fundador y CEO de Oracle cobra un salario de u\$s 1 por año pero tiene grandes paquetes de compensaciones con opciones sobre acciones de la compañía. Aun así, no se puede negar que los accionistas también fueron recompensados por las decisiones que ha tomado ya que el precio de las acciones subió a lo largo de los años, aunque eso no quita que sea cuestionable defender el argumento de que Ellison necesite más compensaciones en opciones para motivarlo a hacer un buen trabajo, siendo que en 2021 contaba con el 42% de las acciones de la compañía y que las acciones de Oracle no lograron obtener un rendimiento superior al del índice S&P500 durante toda la década de 2010-2019.

Buscar gerentes que no monopolicen las opciones sobre acciones sino que también se las ofrezcan a todos sus empleados

Es importante determinar si los planes de compensación con opciones que ofrece la compañía están dirigidos exclusivamente a solo algunos de sus más altos ejecutivos o si son distribuidos de manera amplia entre los empleados. Esto permite formarse una idea acerca del carácter que tienen los altos ejecutivos de la compañía porque, si han decidido compartir la riqueza que genera la empresa con todos sus empleados mediante planes de opciones, esa es una señal clara de que se preocupan por ellos y por recompensarlos por formar parte de la empresa pero, si en cambio, solo se premian a sí mismos mediante grandes paquetes de opciones, es evidente que los gerentes se preocupan principalmente por ellos mismos.

Toda la información concerniente a los planes de compensación con opciones sobre acciones de la compañía que fueron otorgadas a los más altos ejecutivos se encuentra disponible en el proxy statement. El inversor debe entonces sumar la cantidad de opciones otorgadas a los principales cinco ejecutivos de la empresa y buscar en el mismo proxy statement o en el 10-K (20-F) la cantidad de opciones otorgadas a los empleados. Por último debe calcular el porcentaje que representan las opciones otorgadas a los cinco principales ejecutivos de la empresa en relación a las opciones otorgadas al resto de los empleados para así confirmar si los paquetes de opciones se encuentran distribuidos de manera amplia entre los empleados o si, por el contrario, están concentrados en el grupo de los altos gerentes de la compañía. El escenario ideal sería el que muestre a los principales ejecutivos no recibiendo paquetes de opciones o recibiendo paquetes cuya cantidad de opciones es sumamente baja en comparación con la cantidad que recibe el resto de los empleados pero, si en cambio se nota que el CEO de la empresa y los principales ejecutivos se llevan cada uno porcentajes superiores al 2% de la totalidad de opciones otorgadas, eso ya sirve como señal de alerta porque indica que los altos gerentes están viendo a la empresa como algo de lo que pueden sacar provecho personal, sin compartir ampliamente esos beneficios con los restantes empleados.

Buscar planes de compensación que recompensen por rendimientos a largo plazo

Para que un plan de compensaciones recompense a quien lo recibe por rendimientos de largo plazo debe ligar la compensación a los resultados que obtengan los negocios de la empresa o el precio de sus acciones en el largo plazo. Por ejemplo: Hay empresas como Exxon Mobil que conceden a sus ejecutivos acciones que tienen la cláusula de que no pueden venderse por los próximos cinco años o que deben ser mantenidas por el ejecutivo durante un plazo mínimo de 10 años o hasta que tenga la edad para jubilarse, debiendo esperar el plazo más prolongado de los dos para poder venderlas. Gracias a eso, se fuerza al gerente a privilegiar siempre los rendimientos de largo plazo por sobre los tentadoramente buenos pero efímeros rendimientos de corto plazo.

El paquete de compensaciones ideal es aquel que está estructurado para recompensar a gerentes y empleados por la creación de valor para los accionistas a largo plazo. Existen varias maneras en las que la empresa puede medir la ‘creación de valor’: resultado operativo, rendimiento sobre el capital invertido o EVA (Economic value added)⁴³. No se recomienda utilizar, por más que parezca intuitivo para este cometido, los rendimientos del precio de las acciones debido a que no es un factor cuyas variaciones se produzcan principalmente como resultado de las decisiones tomadas por los gerentes y por el rendimiento que han tenido los negocios de la compañía. El paquete de compensaciones ideal es el que está ligado a variables que hacen que la compañía sea mejor, más eficiente y productiva en lugar de solo ocuparse de que sea más grande.

Por ejemplo: La empresa Expeditors International tiene un sistema de compensación que rige desde que salió a cotizar en bolsa en 1984 y que, según lo afirma la propia compañía en su proxy statement de 2021, es responsable por la diferenciación que existe entre el desempeño de la empresa y el de muchos de sus competidores. Esa estructura de compensaciones está diseñada para que la mayor parte del dinero que reciben los gerentes esté ligada al rendimiento de las operaciones de la compañía. Expeditors International paga salarios base que están por debajo del promedio de la industria y el 75% de la compensación total que reciben los gerentes por su trabajo está ligada al resultado operativo del periodo. Para que los gerentes puedan recibir el paquete completo de compensaciones el resultado operativo que se muestra en el estado de resultados debe crecer, como mínimo, un 5% por año pero, si durante un año el resultado operativo es negativo, el monto total de compensaciones se reducirá en esa misma proporción y los directivos no podrán volver a recibir una compensación proveniente de las ganancias operativas hasta que estas hayan recuperado el nivel anterior. Todo esto fuerza a los gerentes ejecutivos de esta empresa a tomar decisiones destinadas a aumentar el valor de la compañía a largo plazo porque, si toman decisiones que incrementan el resultado operativo a corto plazo a expensas de la ganancia operativa de largo plazo, se están condenando a sí mismos a recibir un bono de inferior valor en el futuro. Gracias a este tipo de incentivos se logran alinear los resultados de los negocios de la empresa con los intereses de los

⁴³ Su fórmula es: Resultado operativo x (1- tasa impositiva marginal) – (Capital invertido x WAAC)

accionistas ya que la compensación que reciben los gerentes está en directa proporción con la responsabilidad que cada uno de ellos tuvo en el resultado operativo del periodo.

Buscar empresas que otorguen como premio acciones restringidas debido a que recompensan la creación de valor a largo plazo

La entrega a gerentes de acciones restringidas recompensa la creación de valor a largo plazo mucho más de lo que lo hace la entrega de opciones sobre acciones debido a que, en estos casos, la posibilidad de disponer de las acciones para venderlas está condicionada a factores como el rendimiento de los negocios de la empresa o la longevidad. En otras palabras, para disponer de ellas el gerente debe formar parte de la compañía durante una determinada cantidad de tiempo, debe alcanzar la edad para jubilarse o debe alcanzar ciertas metas específicas en determinadas métricas que reflejan el rendimiento de los negocios de la empresa. Este tipo de instrumento está pensado para incentivar y alentar la permanencia a largo plazo en la empresa de gerentes y todo tipo de empleados valiosos, además de forzarlos a pensar en las mejores estrategias para que la creación de valor en la compañía sea constante durante prolongados periodos de tiempo.

La política de la empresa con respecto a la entrega de acciones restringidas (restricted stock awards) a gerentes y demás empleados, con el detalle de las condiciones que deben cumplirse para que estén autorizados a recibirlas y venderlas se encuentra detalla en el proxy statement y/o en el 10-K (20-F).

Buscar empresas que obligan a sus gerentes a tener una cierta cantidad mínima de acciones de la compañía

Es habitual que las empresas tengan políticas que obligan a los empleados de más alto nivel a poseer una determinada cantidad mínima de acciones de la compañía, siendo más alta la cantidad exigida cuanto mayor sea el cargo.

Por ejemplo: En su proxy statement de 2021 Microsoft brinda detalles de su política de tenencia de acciones aplicada a los gerentes diciendo lo siguiente:

“Nuestros directivos y algunos otros altos ejecutivos están obligados a mantener una participación mínima de acciones de Microsoft. Esta política representa la creencia de nuestro Comité de Remuneración de que nuestros más altos ejecutivos deben mantener una participación financiera personal significativa en Microsoft para promover una perspectiva a largo plazo en la gestión de nuestro negocio. Además, esta política ayuda a alinear los intereses de los ejecutivos con los de los accionistas, lo que reduce los incentivos para asumir riesgos excesivos a corto plazo. Cada ejecutivo alcanzado por esta política debe adquirir y mantener una propiedad de acciones

ordinarias de Microsoft igual a un múltiplo específico de su salario base, que en el caso de nuestros ejecutivos oscila entre 8 y 15 veces el salario base. Cada ejecutivo debe retener el 50% de todas las acciones netas de impuestos que se le otorguen hasta alcanzar su requisito mínimo de propiedad de acciones.”

Si en el proxy statement de una empresa aparece descrita una política de tenencia de acciones para sus más altos gerentes, eso significa que estos tienen incentivos para focalizarse en tomar decisiones que mejoren el rendimiento de los negocios y los precios de las acciones a largo plazo.

Analizar la manera en la que están estructurados los planes de compensación a gerentes

La estructura del plan de compensaciones que recibe cada gerente brinda información acerca del carácter y la motivación que tiene cada uno de ellos así que, el lugar de focalizarse solo en cuánto dinero recibe en total cada gerente, resulta más útil entender de qué manera está estructurado su plan de compensaciones debido a que eso revela qué tipo de resultados dicho plan le incentiva a lograr en su trabajo diario al frente de la compañía.

El mejor punto de inicio para el análisis de la estructura que tiene el plan de compensaciones se encuentra en la sección titulada “Compensation Discussion and Analysis” del proxy statement debido a que es allí donde el comité de compensaciones de la junta directiva de la empresa informa de qué manera está estructurado el plan de compensaciones de altos ejecutivos y empleados.

El análisis del plan de compensaciones que ofrece la empresa a sus empleados de diferentes rangos brinda información acerca del tipo de personas que forman parte del equipo directivo con el que el inversor va a asociarse si compra acciones de esa compañía.

Como ya se dijo anteriormente, es posible afirmar que los incentivos de los gerentes están alineados con los objetivos de los accionistas (es decir, orientados a la toma de decisiones que tengan por objetivo aumentar el valor de la compañía de manera perdurable a largo plazo) cuanto más se cumplan las siguientes características en su plan de compensaciones:

- Reciben salarios bajos, ya sea en términos absolutos o en comparación con el promedio de su industria.
- La mayor parte de su paquete de compensaciones está constituido principalmente por acciones restringidas (es preferible) u opciones, en ambos casos con cláusulas que deben cumplirse para que las mismas sean otorgadas a los gerentes y estos puedan venderlas o ejercerlas. Dichas cláusulas consisten en valores que deben alcanzar ciertas métricas que reflejan el desempeño de los negocios de la empresa debido a que tienen por objetivo hacer que la mayor parte de las compensaciones de los gerentes estén ligadas al resultado de su

trabajo al frente de la compañía. Las métricas más utilizadas son: el resultado operativo, el ratio precio de la acción/valor de libros de la acción y Economic Value Added.

Cuidado con las empresas que utilizan consultores de compensación

Si los planes de compensación son delineados por consultores contratados por la junta directiva de la compañía para tal fin, eso debería servir como alerta para el inversor porque, habitualmente, los planes que surgen de los consultores no ligan la compensación de los gerentes al desempeño de la empresa sino que, básicamente, miran lo que están haciendo otras empresas de la industria y proponen algo similar; a esto último hay que sumarle también el hecho de que, en ocasiones, incluyen en el grupo de empresas de referencia a empresas cuyos segmentos de negocios están muy poco relacionados con los de la empresa para la que están desarrollando el plan.

Cuidado con las empresas que le garantizan por contrato a un gerente una determinada compensación

Otra altera roja que puede encontrarse en el proxy statement se produce cuando aparecen allí contratos de empleo que le garantizan a un gerente que se le pagará una determinada cantidad de dinero independientemente del resultado de su trabajo gestionando la compañía. Esto por supuesto va en contra de los intereses de los accionistas porque esa compensación en dinero que el gerente va a recibir no está condicionada a que haga bien su trabajo de aumentar el valor de la empresa de manera perdurable a largo plazo sino que se le pagará sin importar lo bien o mal que haga su trabajo.

Es necesario ser siempre cuidadoso y escéptico con respecto a aquellos gerentes que demanden grandes paquetes de compensación antes de unirse a una compañía o que, una vez en ella, demanden compensaciones para no abandonarla. Las razones para esto son las mismas anteriormente mencionadas: Los gerentes que tienen garantizados grandes salarios y bonos sin importar el rendimiento que tengan las operaciones de la empresa que están gestionando no tienen los incentivos necesarios para dedicarse a aumentar el valor de la empresa a largo plazo.

Buscar gerentes que estén constantemente aumentando su tenencia de acciones de la empresa que dirigen

Los mejores gerentes con los que conviene asociarse son aquellos que están continuamente aumentando o, al menos, manteniendo constante su tenencia de acciones de la empresa que dirigen.

En el proxy statement de las empresas se encuentra una tabla que muestra los porcentajes de tenencias de acciones que tienen los gerentes ejecutivos de la compañía y otra que lista a los accionistas mayoritarios con sus tenencias, los cuales en muchos casos, resultan ser los propios gerentes. Al analizar una empresa se recomienda estudiar esas secciones de los proxy statements para ver cómo fue modificándose la tenencia de acciones de los gerentes ejecutivos durante los últimos 5 a 10 años. Es evidente que si los principales gerentes han ido incrementando su tenencia de acciones a lo largo de los años esa es una buena y alentadora señal porque nadie conoce mejor la marcha de los negocios de la empresa que esos gerentes y, por supuesto, lo contrario ocurre cuando los principales gerentes han ido deshaciéndose de sus acciones de la empresa durante los últimos años. En muchos casos los gerentes suelen decir que están vendiendo sus acciones con motivos de diversificación o pueden alegar motivos relacionados con la familia o la filantropía pero, en última instancia, una venta es una venta. Como regla general, si un gerente importante de la empresa ha vendido acciones por más del 10% de su tenencia total durante el último año, ese es un hecho que amerita preocupación y análisis por parte del inversor.

¿Han estado los gerentes más importantes de la empresa comprando o vendiendo acciones de la firma?

Para mantenerse al día con las compras y ventas de acciones de las empresas que realizan los propios gerentes de las mismas es necesario monitorizar regularmente los formularios 3, 4 y 5 de la SEC⁴⁴ (los cuales son SEC Filings relacionados con el ‘insider trading’) así como también los 13-D Filings⁴⁵, que es un formulario requerido cuando un inversionista llega a tener el 5% o más de las acciones con derecho a voto de una empresa listada en algún mercado de capitales de EEUU ya que, en ese caso, se considera que el accionista tiene ‘vocación de control’ y eso le da derecho a solicitar a la compañía información que no está disponible para accionistas minoritarios.

Las transacciones registradas en estos formularios brindan señales que indican hacia dónde los gerentes consideran que la empresa está yendo con sus negocios; dichas señales son, por supuesto, mucho más claras que las que pueden brindar los gerentes en entrevistas o conferencias porque las palabras en esos contextos no son en absoluto vinculantes para ellos pero, mediante sus compras y ventas de acciones de la propia empresa en la que trabajan, están ‘hablando’ con su propio dinero y patrimonio, y ese es un mensaje mucho más sólido que cualquier palabra dicha en otro foro.

Es muy importante no sacar inmediatamente conclusiones cuando se ve a un gerente importante de una empresa comprar o vender acciones de la propia compañía sin examinar primero la motivación que hay detrás de ese hecho y si la cantidad comprada o vendida es significativa con respecto a su

⁴⁴ Existen varias páginas webs que permiten buscar y consultar estos formularios. Dos webs muy útiles son <http://openinsider.com/> y <https://www.secform4.com/>

⁴⁵ Una página web que monitorea estos formularios es <https://fintel.io/activists>

tenencia previa o con respecto a su patrimonio personal. Para que una compra o venta de acciones de una empresa por parte de alguno de sus gerentes sea considerada como ‘significativa’ debería cumplir con, al menos, una de estas características, siendo la primera más importante que la segunda:

1. El monto de la compra o venta representa el 10% o más de su patrimonio neto personal.
2. La compra o venta representa el 10% o más de su tenencia de acciones de la compañía previa a ese hecho.

A menos que se detecte una compra o venta de acciones de esa magnitud, que evidencian una fuerte convicción, positiva o negativa, por parte del gerente de la empresa con respecto a su desempeño futuro, es recomendable no darle mayor importancia al hecho, aunque cabe la aclaración de que no siempre los gerentes compran o venden una gran cantidad acciones de una sola vez sino que pueden adoptar planes para ir comprando o vendiendo acciones mediante lotes pequeños que tienen por objetivo no mover significativamente el precio de la acción en el mercado, siendo uno de los más conocidos el plan establecido por la ‘Rule 10b5-1’. Es por esta razón que es conveniente analizar las compras y ventas realizadas por el gerente a lo largo de, por lo menos, el último año.

Por ejemplo: Tres días antes de que Jamie Dimon se uniera a Bank One como su CEO, compró 2 millones de acciones de la compañía a un precio aproximado de u\$s 30 cada una, utilizando su propio dinero. Cuando se le preguntó por las razones que lo llevaron a comprar tal cantidad de acciones respondió que sentía que un CEO debía ‘comer la misma comida que cocinaba’. Durante la gestión de Dimon el precio de las acciones de Bank One fue desde los u\$s 30 a los que cotizaba cuando Dimon se unió a la compañía en Marzo del año 2000 hasta los u\$s 51 a los que cotizaba cuando la empresa fue adquirida por J.P Morgan en 2004. Dimon fue nombrado posteriormente CEO de J.P Morgan a fines de 2005.

Indicadores de ventas normales e indicadores preocupantes

Si se detecta que gerentes ejecutivos o miembros del directorio de una empresa están vendiendo muchas de sus acciones, esa no necesariamente es una señal para hacer lo mismo con las acciones que uno tenga de la compañía pero es una señal que indica que es necesario poner en duda la confianza que los ejecutivos de la empresa están teniendo sobre el desempeño futuro que pueden tener sus negocios. Lo que se busca al analizar en profundidad estos casos es si existen circunstancias extremas o inusuales que hayan forzado a esos accionistas a vender sus acciones ya que existen miles de circunstancias que podrían motivar a un gerente a vender acciones de la empresa que dirige o de la que es un accionista mayoritario pero que no están necesariamente ligadas con la confianza que este tiene sobre el futuro de sus negocios.

Por ejemplo: Una señal que amerita ser analizada en profundidad surge cuando el precio de las acciones de una empresa está continuamente cayendo pero se observa que, aun así, los gerentes continúan vendiendo sus tenencias de las mismas.

Determinar la motivación del gerente cuando compra o vende acciones de la empresa que dirige

Cuando se detecta una compra o venta significativa de acciones de la propia empresa es imperativo conocer la motivación que tuvo el gerente para realizarla. La principal fuente de información que se utiliza para conocer esto son las notas adjuntas de los formularios 3, 4 y 5 de la SEC ya que allí el gerente debe explicar las razones que tuvo para comprar o vender.

Si ante una compra significativa de acciones el inversor no logra ser capaz de determinar con claridad las razones que llevaron al gerente a comprar, ese hecho no es un impedimento para que también decida comprar acciones de la empresa ya que, a pesar de que existen muchas razones válidas para que un gerente venda sus acciones, las razones que motivan una compra se reducen, en última instancia, a que se considera que la empresa está subvaluada. Esto por supuesto no exime al inversor de tener que realizar el análisis completo de la compañía antes de comprar ya que, comprar acciones con el único fundamento de que un gerente ha comprado es una excelente manera para no tener prácticamente ningún control sobre el portafolio de inversión debido a que se está invirtiendo en una empresa sin saber realmente qué esperar que suceda con sus negocios en el futuro.

Ahora bien, si ante una venta significativa de acciones el inversor no logra ser capaz de determinar las razones que llevaron al gerente a vender, eso quiere decir que no se cuenta con información suficiente para llegar a una conclusión al respecto, razón por la cual se necesita ser cuidadoso y no precipitarse a formular suposiciones o especulaciones. A diferencia de lo que ocurre con las compras, un gerente puede tener muchas razones diferentes para vender que no necesariamente implican que considera que la empresa esté sobrevalorada (Por ejemplo: puede estar divorciándose, comprando una casa nueva, dándole una parte de su dinero a sus hijos, donaciones de caridad y un largo etcétera). Algunas de las razones más comúnmente expuestas por gerentes para vender sus acciones son las siguientes:

- Programas 10b5-1
- Razones impositivas
- Margin Calls
- Razones personales

Programas 10b5-1

Estos programas han sido diseñados, configurados y regulados por la SEC con el objetivo de permitirles a gerentes y accionistas mayoritarios de las empresas comprar y vender acciones de las mismas siguiendo un patrón de comportamiento ordenado para no correr el riesgo de recibir acusaciones de estar actuando mediante el uso de información privilegiada. Los programas varían en su complejidad pero generalmente se reducen a establecer un plan que contiene el tipo de operación a realizar (ejercicio de un derivado, compra, venta o cesión de una acción, etc), fechas, cantidades y precios. Muchos inversores cometen el error de ignorar las transacciones de este tipo de programas porque consideran que solo se trata de una forma ordenada en la que el gerente está armando o desarmando una posición de acciones de la empresa que está gestionando o de la que es un accionista mayoritario pero eso no siempre es así porque el gerente o accionista tiene la posibilidad de cambiar los términos del programa en cualquier momento. Esta posibilidad provoca que sea necesario consultar la actividad de los formularios 3, 4 y 5 al menos una vez por trimestre para verificar si alguno de los gerentes importantes de la empresa realizó alguna compra o venta importante durante ese periodo y que, en caso de estar llevando adelante un programa 10b5-1, no se detecten desviaciones importantes del mismo ya que, en caso de notar alguna desviación importante en la cantidad de acciones compradas o vendidas mediante ese programa, eso representa una señal de comportamiento inusual, la cual puede ser tanto positiva como negativa pero que, en ambos casos, merece la pena ser analizada más en profundidad.

Por ejemplo: Edward Cotschall, co-fundador de New Century Financial Corp, una empresa dedicada a los préstamos hipotecarios sub-prime, vendió una parte significativa de sus acciones (más del 10%) durante agosto y noviembre de 2006⁴⁶. El dinero acumulado por esas sucesivas ventas fue de u\$s 19.3 millones y poco tiempo después la empresa reveló que estaba teniendo problemas en su contabilidad relacionados con sus reservas de dinero, los cuales eventualmente provocarían que la empresa entrase en bancarrota. Un detalle muy importante a destacar de este hecho fue que todas esas ventas se hicieron dentro de un programa 10b5-1 que daba la apariencia de ser algo de rutina, planificado de antemano, a no ser que se prestara especial atención a las cantidades de acciones que estaba vendiendo ya que se notaba que representaban un porcentaje importante de la tenencia total de ese gerente, a lo cual hay que sumar el hecho de que las primeras tres ventas se efectuaron por una cantidad de 100.000 acciones y que, en su última venta, cambió los términos del plan, más que duplicando la cantidad de acciones vendidas.

⁴⁶ Los detalles de las ventas pueden consultarse aquí: <https://www.secform4.com/insider-trading/1055775.htm>

Razones impositivas

Cuando un gerente ejerce una opción de compra sobre acciones que la compañía le había otorgado se genera un pasivo impositivo por la diferencia entre el precio base de la opción, al cual las acciones son adquiridas y el precio al que las acciones están cotizando en el mercado.

El gerente tiene dos maneras de lidiar con esto: Puede vender las acciones adquiridas por una cantidad equivalente a los impuestos que debe pagar por el ejercicio de las opciones o puede tomar un préstamo, poniendo como colateral las acciones que ha adquirido, y pagar los impuestos con ese dinero. El principal problema con ese segundo método es que, si el precio de las acciones luego cae mucho, el gerente se arriesga a recibir una margin call.

Paso 7: De qué manera los gerentes gestionan el negocio

Luego de haber investigado el pasado de los principales gerentes de la empresa, sus carreras profesionales, las razones por las que fueron promovidos, la experiencia acumulada que tienen (o que no tienen) y la cultura corporativa de las empresas para las que previamente trabajaron, resulta de mucha utilidad pasar a focalizarse en su presente y estudiar la manera en la que operan los negocios de la empresa. Para lograr llevar a cabo ese estudio será necesario ahondar en los detalles referentes a los estilos de gestión aplicados por los gerentes, la planificación estratégica de la compañía, sus operaciones habituales y cotidianas, la centralización o descentralización de la estructura organizacional, el trato de gerentes a los empleados, sus habilidades para contratar a las personas correctas, la gestión de gastos y la disciplina (o la falta de ella) en lo concerniente a asignar correctamente el capital en negocios cuyos resultados superen en rendimiento al costo de la deuda y la rentabilidad exigida por el accionista.

Al estudiar y comprender la manera en la que los gerentes de la empresa operan sus negocios y las áreas que tienen a sus cargos el inversor está mucho más capacitado para evaluar correctamente lo competentes que son para realizar el trabajo del que son responsables. Que el gerente sea competente en el trabajo que realiza es sumamente importante por múltiples factores relacionados a la inversión pero, por sobre todas las cosas, su importancia radica en que los gerentes muy competentes en su industria y en la empresa que llevan adelante son capaces de adaptarse rápidamente a los cambios del entorno y de sobrellevar las crisis de una manera más segura que los gerentes ‘promedio’.

Una de las grandes ventajas de asociarse con gerentes muy competentes y de probada experiencia en la empresa y la industria es que, al generar tanta confianza con respecto a que serán capaces de tomar las decisiones correctas para el futuro de la empresa, eso ‘libera’ al inversor permitiéndole enfocarse en buscar otras oportunidades de inversión gracias a que sabe que la inversión en esa empresa ‘está bien cuidada’. Por el contrario, si un inversor invierte en una empresa que está

cotizando a una valuación muy baja según su análisis pero, a su vez, está siendo gestionada por un equipo de gerentes poco competentes en la industria y/o en la propuesta de valor que ofrece la compañía, las probabilidades de que termine ganando dinero juegan a su favor gracias a lo subvaluada que estaba la empresa cuando invirtió en ella, pero eso no lo exime de tener que estar monitorizando regularmente las decisiones tomadas por los gerentes⁴⁷ debido a que también es bastante probable que, en algún momento, tomen alguna decisión errónea que termine destruyendo parte del valor de los accionistas.

A continuación se listan las preguntas cuyas respuestas ayudan al inversor a determinar si el equipo directivo de la empresa que está analizando es competente en el ejercicio de sus responsabilidades o no.

¿El CEO gestiona la empresa para beneficio de todos los interesados?

Si se les preguntase a inversores en acciones si la creación de valor para el accionista es más importante que el servicio al cliente o la satisfacción de los empleados, muchos de ellos seguramente responderían que sí pero, al responder eso están fallando en comprender que el valor del accionista es una consecuencia del resultado de los negocios que lleva adelante la empresa, los cuales son ejecutados por empleados y tienen por objetivo mantener felices a los clientes. De hecho, cuando se analizan los datos históricos de los mercados financieros se comprueba que muchas de las empresas cuyas acciones superaron en rendimiento a los índices durante periodos de tiempo mayores a cinco años consecutivos son justamente las que lograron balancear la satisfacción de las necesidades de cada uno de los grupos de interesados en ella; es decir: clientes, empleados, accionistas y proveedores. Este tipo de empresas están gestionadas por CEOs que tienen propósitos más amplios que simplemente ganar dinero para los accionistas.

Una investigación muy interesante que se ha realizado al respecto es la que se publicó en el libro “Firms of endearment” de Sisodia, Wolfe y Sheth (2007). En dicho libro los autores estudiaron 30 compañías cuya visión de ‘éxito’ iba más allá de la tradicional maximización de las ganancias de los accionistas. En lugar de eso, los CEOs de estas empresas tenían por objetivo maximizar los beneficios de todas las partes interesadas (stakeholders). El dato más interesante que arrojó la investigación fue que las acciones de las compañías analizadas superaron por mucho en rendimiento al índice S&P500 durante los 10 años que abarcó el análisis realizado por los autores. Concretamente, el rendimiento conjunto de las empresas analizadas fue del 1.026% en el periodo 1997-2006 mientras que el rendimiento del índice S&P500 en el mismo periodo fue de 122% (y

⁴⁷ Para eso es conveniente monitorizar semanalmente los comunicados de prensa (press realeases) y los hechos relevantes publicados en el sitio web de relaciones con el inversor de la empresa o en el sitio web de la SEC.

tengamos en cuenta que en medio de ese periodo ocurrió el estallido de la burbuja .COM que dio lugar al mercado bajista que duró desde el año 2000 al 2002).

Gestionar una empresa intentando balancear la satisfacción de las necesidades de todos los interesados es algo bastante difícil de lograr, sobre todo teniendo en cuenta que la satisfacción de unos puede significar la postergación de las necesidades de otros y, por esa razón, no es sorprendente que sean pocos los CEOs que efectivamente gestionan sus compañías en beneficio de todas las partes interesadas.

En el año 2013 John Mackey, co-fundador y CEO de Whole Foods Market publicó un libro titulado “Conscious Capitalism” en el que describe las características del modelo de empresa orientado a la satisfacción balanceada de las necesidades de todas las partes interesadas (accionistas, clientes, empleados y proveedores) ya que según él, como se dijo anteriormente, el aumento del valor del accionista es un producto secundario y derivado de la satisfacción de las necesidades de clientes, proveedores y empleados. Mackey hace en su libro una analogía entre las ganancias de una empresa y la felicidad de una persona alegando que intentar buscar la felicidad de manera directa es algo que generalmente no funciona ya que lo que sucede en realidad es que uno encuentra la felicidad como resultado de haber satisfecho un conjunto de necesidades previas: tener un fuerte sentido de propósito personal, una profesión que le permite realizar un trabajo que considera significativo y fuertes vínculos afectivos tanto familiares como de amistades. De la misma manera que ocurre con la felicidad, según Mackey, las ganancias de las empresas son el resultado de la satisfacción de otras necesidades previas, las cuales muchas veces no se consiguen alcanzar si se intenta maximizar, por sobre todas las cosas, las ganancias de la empresa. Las ganancias perdurables a largo plazo, según Mackey, Sisodia (2013), provienen de que la empresa tenga un propósito más profundo que hacerle ganar dinero a sus accionistas; más bien, en lo que deben focalizarse los gerentes es en tener una excelente propuesta de valor, clientes satisfechos, empleados felices y proveedores confiables, además de asumir un cierto grado de responsabilidad por mejorar la comunidad en la que la empresa realiza sus operaciones y tiene emplazadas sus instalaciones. La paradoja de las ganancias del accionista es que aumentan de manera más sostenible en el tiempo cuando las empresas no buscan eso como su principal objetivo y su máxima prioridad.

Las principales fuentes de información en las que un inversor puede investigar acerca de si el CEO de una empresa es una persona que busca la satisfacción de todas las partes interesadas en la misma y no solo de los accionistas son: Entrevistas dadas por el CEO, cartas del CEO a los accionistas, artículos periodísticos que hablen sobre la empresa y las conference calls ya que en ellas el CEO puede tener que responder alguna pregunta referida a eso.

¿El equipo directivo de la empresa intenta mejorar sus operaciones diariamente o utiliza un plan estratégico para gestionar las operaciones de sus negocios?

Muchos inversores intentan encontrar a esos súper CEOs que parece que pueden cambiar los negocios de las empresas de un día para el otro mediante una estrategia bien planificada. Dicho de otra manera, esos inversores creen que la transformación de una empresa es el resultado de ideas brillantes y la implementación de planes inteligentes. Esto en realidad no es así pero la confusión ocurre muchas veces porque es esa la manera como se presentan en los medios de prensa los casos de empresas que se recuperaron de malos momentos o que lograron destacarse dentro de su industria. Es mucho más interesante de leer la historia de un CEO carismático e inteligente que se hizo cargo de una empresa en decadencia y logró darle la vuelta mediante un plan ambicioso y disruptivo que leer la historia de un CEO que logró darle la vuelta a una empresa en decadencia mediante el disciplinado mejoramiento de las áreas problemáticas de la compañía, poco a poco a lo largo de varios años. La segunda historia es mucho más realista y la que habla del tipo de CEO que un inversor sensato debe buscar mientras que la primera fomenta pensamientos ‘mágicos’, con sueños y esperanzas depositadas en un CEO que se espera que, de alguna manera que solo él y unos pocos conocen, salve a la compañía. Desafortunadamente los inversores tienden a tener una memoria de muy corto plazo porque, de lo contrario, recordarían que la mayoría de las esperanzas de que un CEO salvará a la empresa mediante un plan estratégico que tiene su sello personal terminan siendo defraudadas cuando, luego de pasados varios meses de que el CEO está en el cargo, la empresa continúa irremediablemente estancada o, peor aún, quiebra.

Mucho cuidado con los CEOs que creen que una misma estrategia puede transformar cualquier empresa. Por ejemplo: Ya se ha hablado anteriormente de los gerentes cuya principal estrategia cuando ingresan a cualquier compañía consiste en aumentar las ganancias cortando costos y las consecuencias destructivas que tuvo el hecho de aplicar esa misma estrategia en empresas de industrias muy diferentes entre sí. En la misma línea también puede decirse que es necesario tener mucho cuidado con los gerentes que afirman que un plan estratégico o un hecho puntual transformarán por completo la compañía en poco tiempo. Los gerentes de este tipo suelen hacer declaraciones públicas del estilo de afirmar que serán capaces de llevar a la empresa al primer puesto de su industria en pocos años mediante su manera ‘revolucionaria’ de hacer negocios, las adquisiciones estratégicas que realizarán o los nuevos negocios que crearán. Como intuitivamente puede suponerse, estos planes ambiciosos no suelen alcanzar los objetivos inicialmente planteados por el gerente.

Un plan estratégico es una hoja de ruta muy detallada que plantea uno o varios objetivos definidos de manera clara y sin ambigüedades que se pretenden alcanzar en un horizonte temporal definido con precisión. Un plan estratégico muy rígido puede consistir en un conjunto de variables utilizadas para medir el rendimiento de los negocios de la empresa y los valores que se espera que alcancen en

el horizonte temporal fijado por el plan (normalmente 1, 3, 5 o 10 años). Luego de establecidos los objetivos se describe el conjunto de decisiones y proyectos que se ejecutarán en las diferentes áreas y segmentos de negocio de la compañía para poder así cumplir con los objetivos planteados en el tiempo establecido. Si un proyecto o decisión tomada no cumple con los objetivos del plan es desechado/a y cualquier oportunidad que se presente pero que requiera reasignar recursos dedicados al plan estratégico es desestimada.

A diferencia de lo que ocurre en las empresas cuyas operaciones forman parte de planes estratégicos rígidos cuya implementación a nivel de operaciones está definida de manera muy detallada, las empresas cuyas acciones han obtenido históricamente los mejores rendimientos en el mercado se caracterizan porque sus negocios se construyen mediante cientos y cientos de pequeñas decisiones tomadas diariamente y de manera bastante independiente en cada una de las áreas de la compañía, prescindiendo por completo de planes estratégicos detallados y extensos que, en la gran mayoría de los casos, no resisten el contacto con el cliente y la dinámica cambiante de su industria, quedando obsoletos al poco tiempo de haber sido elaborados. Por ejemplo: La filosofía ‘lean startup’ descrita por Ries (2011) afirma que las empresas exitosas que logran sobrevivir a la etapa inicial, caótica y más riesgosa del ciclo de vida de sus negocios son aquellas que no cuentan con un plan de negocios que determina cómo debe ser la compañía en 1, 3 o 10 años ni tampoco qué operaciones deben realizarse para conseguir esos objetivos ya que es imposible que, en esa etapa inicial, un plan de negocio resista el contacto con el cliente sin convertirse inmediatamente en obsoleto y erróneo. En lugar de eso, lo que hacen los gerentes exitosos es construir sus negocios día a día, focalizándose por sobre todas las cosas en las necesidades de los clientes y dejando que sean esas necesidades las que vayan dándole forma a la propuesta de valor y a la dirección que van tomando los negocios de la empresa (a esto último podría dársele el nombre de ‘plan estratégico’). Esta corriente constante de decisiones diarias tomadas a lo largo de periodos prolongados de tiempo es la verdadera responsable de los resultados obtenidos por los negocios de la compañía y no las grandilocuentes decisiones tomadas por cualquier gerente en un momento puntual. Dicho esto cabe aclarar que, aunque la filosofía de ‘lean startup’ fue originalmente concebida para ser utilizada en empresas que se encuentran en etapas iniciales de su desarrollo, los conceptos allí vertidos pueden aplicarse perfectamente a empresas que ya han superado esa etapa inicial pero cuyos negocios continúan creciendo y evolucionando.

Las empresas que operan bajo la filosofía de ir construyendo sus negocios con pequeñas decisiones diarias consideran que está bien cometer errores, siempre y cuando estos le permitan obtener retroalimentación por parte de los clientes que posteriormente pueda ser utilizada para mejorar la propuesta de valor y las actividades clave de la compañía.

Es tarea del inversor determinar si la empresa que está analizando trabaja de esa manera; es decir, haciendo pequeños avances incrementales, probando conceptos de productos/servicios en contextos limitados para así ‘equivocarse a pequeña escala’ y no desperdiciar mucho capital en un producto/servicio que no se tiene la seguridad de que será bien recibido por los clientes.

Algunos ejemplos famosos de CEOs que no utilizan planes estratégicos muy detallados para llevar adelante los negocios de sus empresas sino que van operándolos diariamente, escuchando a las partes interesadas (clientes, empleados, accionistas y proveedores) y tomando decisiones para generar pequeñas mejoras diarias incrementales son:

- Henry Singleton, CEO de Teledyne Inc. desde los años 60s hasta los 80s del siglo pasado creía que ‘el mejor plan es no tener plan’ según informa un artículo referido a él en Observer⁴⁸. Durante su trabajo como CEO, las acciones de Teledyne subieron más de un 20% por año durante 20 años así que claramente se trata de un CEO que supo hacer bien su trabajo. Singleton creía que era mejor enfrentarse a la incertidumbre inherente del mundo con una mente abierta y flexible e incluso el artículo remarca que en una reunión anual de la empresa dijo “... estamos sujetos a una tremenda cantidad de influencias externas y la gran mayoría de ellas no pueden ser predichas así que mi idea es mantenerme flexible y mi único plan es seguir viniendo a trabajar cada día porque me gusta dirigir este barco cada día en lugar de estar planificando hacia adelante, muy a futuro”.
- Dave y Sherry Gold fueron los fundadores de la cadena de tiendas minoristas 99 Cent Only Stores en 1982 y, a pesar de lo altamente competitiva que es esa industria, fueron capaces de prosperar, llegando a obtener u\$s 1.000 millones en ingresos en 2003 y más de u\$s 2.000 millones en 2017. Dave ha comentado en entrevistas que, según su opinión, las personas que realizan proyecciones a largo plazo sobre los resultados de empresas generalmente no tienen que rendir posteriormente cuentas si sus proyecciones no se cumplieron e incluso, cumplido el plazo del pronóstico, muchas se habían olvidado que anteriormente habían hecho dicha proyección. Según Dave, si un gerente tiene una estrategia para hacer crecer su negocio durante los próximos 5 a 10 años, la misma seguramente terminará siendo modificada múltiples veces en un periodo tan largo de tiempo, llegando incluso a ser al final del periodo completamente diferente de la que era en un principio. Dave afirmó que nunca planifica más de dos años a futuro porque, más allá de ese periodo, ya no se trata de un plan sino de una fantasía.
- Thomas Stemberg, fundador de la cadena de ventas de artículos de oficina Staples afirmó en entrevistas que él no se ataba a planes de negocio; los leía, por supuesto, pero que sabía que, no importando lo que dijera el plan, la compañía siempre terminaría siendo diferente de lo que estaba planificado allí, y para demostrar su punto comentaba que, cuando Staples comenzó en 1986, el plan afirmaba que nunca podrían costear la realización de envíos porque eso agregaba costos que el cliente no estaría dispuesto a asumir y la empresa no podía darse el lujo de afrontar, pero la historia de la empresa demostró ser completamente diferente porque no solo terminó eventualmente realizando envíos sino que ese segmento de negocios llegó a convertirse en el más rentable.

⁴⁸ <https://observer.com/2003/04/the-brain-behind-teledyne-a-great-american-capitalist/>

- Jeff Bezos, fundador, CEO y chairman de Amazon.com dijo lo siguiente en su carta a los accionistas de 2018⁴⁹: “A medida que la compañía crece, todo necesita crecer, incluso el tamaño de nuestros experimentos fallidos. Si el tamaño de nuestros fracasos no está creciendo, eso significa que no estamos inventando a una escala que realmente nos permita mover la aguja. Amazon estará realizando experimentos a la escala adecuada para una empresa de nuestro tamaño si de vez en cuando tenemos fracasos multimillonarios. Por supuesto, no emprenderemos esos experimentos con displicencia. Nos esforzaremos para que sean buenas apuestas, pero no todas las buenas apuestas acabarán siendo rentables. Este tipo de asunción de riesgos a gran escala forma parte del servicio que, como gran empresa, podemos prestar a nuestros clientes y a la sociedad. La buena noticia para los accionistas es que una sola gran apuesta ganadora puede cubrir con creces el costo asumido en muchas apuestas perdedoras”.

¿Por qué fallan los planes estratégicos?

Cuando un CEO establece un plan estratégico para la empresa corre el riesgo de sentirse obligado a apegarse a él, evitando considerar otras alternativas. En su excelente libro titulado ‘Influence’, Robert Cialdini escribe acerca del ‘principio de compromiso y consistencia’, el cual afirma que luego de asumir un compromiso, las personas están mucho más dispuestas a estar de acuerdo con solicitudes que son consistentes con sus compromisos asumidos. En otras palabras, luego de que una persona asume públicamente una postura o un compromiso, eso le provoca que luego le resulte muy difícil poder cambiar de opinión. Establecer un plan estratégico para una empresa tiene un efecto similar porque es muy probable que el CEO intente mantenerse apegado a sus planes establecidos sin importar lo que ocurra en el contexto porque considera que, de no hacerlo, eso dañará su reputación y credibilidad; la principal consecuencia de eso es que el equipo directivo queda comprometido a hacer negocios solamente de una manera en un contexto que, por definición, es cambiante y dinámico.

Otra razón por la que los planes estratégicos fallan es porque, al ser rígidos, dejan pasar oportunidades que no se ajustan a sus objetivos y planes vigentes. Esto para algunas empresas puede terminar siendo más grave de lo que parece porque suele suceder que, en ciertas ocasiones, las empresas no crean sus oportunidades de negocio sino que simplemente ‘tropiezan’ con ellas. Es muy conocido, por ejemplo, el caso de Pfizer que en la década de los 90s se tropezó con la que después fue una de sus drogas más conocidas, el Viagra, así como también son famosos los casos de empresas como Yahoo! y Borckbuster que dejaron pasar la oportunidad de asociarse o adquirir a empresas (Google y Netflix) que posteriormente terminaron siendo quienes las dejaron fuera del mercado.

⁴⁹ <https://www.aboutamazon.com/news/company-news/2018-letter-to-shareholders>

Si una empresa se focaliza en cumplir sus planes estratégicos en lugar de focalizarse en lo que quieren sus clientes, tarde o temprano fracasará.

No confundir planes estratégicos con planificación a largo plazo

Estos parecen ser conceptos iguales pero no lo son ya que la planificación a largo plazo consiste en objetivos que no tienen una fecha concreta para su realización sino que son más bien como una ‘brújula’ que orienta al CEO en la toma de decisiones pero que no le restringen su accionar, iniciativa o flexibilidad. Por ejemplo: Un CEO puede tener como objetivo estratégico de largo plazo convertir a la empresa en una de las 10 con mayor satisfacción de clientes o en una de las 10 mejores empresas para trabajar del país.

Establecer metas financieras = Planes estratégicos de elevado riesgo

Los planes estratégicos más predispuestos a fracasar son los que tienen un enfoque general demasiado estrecho como, por ejemplo, los que establecen metas de ingresos y de ganancias por acción. Cuando algún gerente de una empresa hace anuncios del estilo de “La empresa estará obteniendo ingresos anuales superiores a los u\$s X en menos de 3 años” o “Para el año X estaremos vendiendo Y unidades anuales”, eso implica estar comprometiéndose innecesariamente con una meta que lo obliga a estar siempre pendiente de este objetivo financiero, dejando en un segundo plano las necesidades importantes que pueden estar teniendo áreas de la empresa o segmentos de negocio que no contribuyen tanto con dicha meta pero que son esenciales para el buen funcionamiento de la compañía y su crecimiento futuro. En el peor de los casos, cuando el gerente percibe que la meta corre serios riesgos de no llegar a ser alcanzada, ante la presión de defraudar a los accionistas puede cometer el error de tomar decisiones que involucren un alto riesgo financiero para la compañía y que la exponen a sufrir una gran destrucción de valor en el futuro si el curso de los acontecimientos no termina siendo el esperado.

Por ejemplo: En el año 2003 los gerentes de General Motors fijaron como objetivo de la compañía la obtención de, al menos, el 29% de la cuota de mercado en EEUU. Para alcanzar dicha meta en el término de un año la empresa llegó a ofrecer descuentos de más de u\$s 5 mil y préstamos para comprar algunos de sus modelos con tasas de interés del 0% durante los primeros años. Seis años después la cuota de mercado de General Motors en EEUU era menor al 20% y la compañía enfrentaba la bancarrota. ¿Qué ocurrió? Al focalizarse en alcanzar una determinada cuota de mercado, la empresa construyó la infraestructura necesaria para producir, como mínimo, lo requerido para abastecer esa demanda, lo cual le produjo un gran aumento de sus costos fijos; sumado a eso, la compañía gastó miles de millones de dólares en el lanzamiento de nuevos modelos al mercado y en brindar financiamiento barato a sus clientes. Para el año 2007, la cuota de mercado

de la empresa estaba por debajo del 24% y todo el dinero gastado durante esos años había agotado las reservas de efectivo luego de varios años de ventas declinantes, lo cual dejó a la empresa en una situación de mucha vulnerabilidad cuando tuvo que afrontar la crisis financiera de 2008. Al intentar competir en demasiados segmentos de mercado a la vez, e incluso en segmentos en los que no ofrecía una propuesta de valor convincente y con el solo objetivo de poder así alcanzar a cualquier costo una cuota de mercado arbitraria en un plazo demasiado corto de tiempo y en una industria ultra competitiva y segmentada, General Motors firmó su propia sentencia que la mandó a la quiebra⁵⁰.

Establecer metas muy rígidas y luego apegarse a ellas bajo cualquier circunstancia es una situación análoga a que el CEO vaya conduciendo a su destino a una velocidad X y que decida apegarse a ella sin importar las circunstancias del camino, cuando lo cierto es que es el camino el que le dice al CEO a qué velocidad puede conducir; tal vez hay mucho tráfico o está lloviendo y debe ir a una velocidad menor a la inicialmente pretendida o tal vez el camino está despejado y el clima es óptimo de tal manera que puede aprovechar la oportunidad para ir más rápido sin necesariamente asumir un mayor riesgo de accidente.

¿Emiten el CEO y el CFO una orientación (guidance) acerca de las ganancias futuras de la empresa?

El guidance⁵¹ consiste en predicciones realizadas por gerentes de la compañía sobre las ganancias por acción u otras métricas referidas al desempeño de la empresa para el próximo trimestre o año; normalmente son comunicadas a través de los reportes trimestrales o anuales, las conference calls o los partes de prensa. La importancia que tienen estos guidance radica en que los analistas de Wall Street tienden a darles mucha importancia, fijando en base a ellos sus expectativas futuras sobre la marcha de los negocios de la empresa para posteriormente utilizarlos como punto de comparación y determinar, de esa manera, si la empresa lo está haciendo mejor o peor a lo esperado dependiendo si superó o no las expectativas del mercado.

La mayoría de las empresas cotizantes en mercados financieros de EEUU tienen por costumbre emitir un guidance trimestral pero, desafortunadamente, este puede llegar a tornarse en algo muy nocivo para una empresa cuando el mercado la fuerza a convertirlo en su meta más importante. Si cumplir con el guidance representa la única meta que una empresa tiene, eso incentiva a la gerencia a no priorizar e incluso ignorar otras actividades de la compañía que también resultan ser valiosas y que contribuyen a mejorar los resultados financieros del negocio pero de manera indirecta y más distante en el tiempo. En estos casos, cumplir con el guidance se convierte en la fuerza conductora de las operaciones de la empresa y de la toma de decisiones de los gerentes, y como resultado de

⁵⁰ <https://iveybusinessjournal.com/publication/how-general-motors-lost-its-focus-and-its-way/>

⁵¹ Se utilizará el término en inglés debido a que se utiliza incluso cuando los inversores hablan en español sobre este concepto.

eso, las ganancias por acción pasan a ser una prioridad en sí mismas en lugar de ser un producto derivado de la correcta y exitosa operatoria de los negocios de la compañía.

Por ejemplo: Un CEO o CFO que ofrecen guidance trimestrales pueden sentirse tentados a forzar los estados contables de la compañía, manipulando legalmente las ganancias por acción con el objetivo de asegurarse de alcanzar cada trimestre el guidance fijado en el trimestre anterior y enmascarando así la volatilidad inherente a las operaciones de cualquier empresa e industria. Desafortunadamente, en el mundo real, que escapa a la contabilidad, las operaciones de las empresas enfrentan volatilidad y altibajos que los gerentes no pueden hacer desaparecer por completo. Por tal razón, intentar ocultar eso para cumplir con el guidance es una invitación a decepcionar a los inversores tarde o temprano. El crecimiento de las empresas siempre está sujeto a estacionalidad, ciclicidad y eventos inesperados por lo que, establecer guidance rígidos y ambiciosos implica comprometerse a algo que eventualmente decepcionará al mercado por el hecho de fijar expectativas cuyo cumplimiento depende de una cantidad tan grande de variables que es imposible que cualquier gerente pueda tener el control total de su cumplimiento.

Una vez que los gerentes de una empresa comienzan a publicar un guidance pueden terminar convirtiéndose de a poco en ‘esclavos’ del mismo, a tal punto de comenzar a priorizar resultados a corto plazo, para cumplir con el guidance del trimestre, a expensas hacer lo necesario para obtener mejores resultados en periodos de tiempo más lejanos en el futuro. Es habitual que un CEO o un CFO pueda sentir miedo de decepcionar a los analistas de Wall Street porque, si eso sucede, el precio de las acciones de la empresa puede desplomarse; como consecuencia de eso, si el gerente nota que ha sido demasiado optimista con el guidance y que la empresa no será capaz de alcanzarlo, puede comenzar a tomar decisiones que no estén muy alineadas con los intereses de los accionistas sino, más bien, con el suyo propio y con su deseo de no decepcionar a los analistas del mercado, intentando achicar en todo lo posible la diferencia entre la expectativa fijada y la realidad que eventualmente será comunicada en los estados financieros de la compañía. Una vez que los gerentes quedan presos de este proceso es muy difícil detenerlo y, de esa manera, comienzan a dejar de lado decisiones capaces de gestar un crecimiento de los negocios de la empresa mayor y sostenible a largo plazo (al ser decisiones que crean o fortalecen ventajas competitivas) por participar en el ‘juego de las ganancias por acción’, tomando decisiones que hacen todo lo posible para que luzca bien el estado de resultados del próximo trimestre, incluso si eso significa dejar escapar oportunidades que provocarían que dicho estado de resultados luzca mucho mejor el próximo año o lustro. Este ‘juego de las ganancias por acción’ tiene poco que ver con la gestión exitosa de una empresa e incluso, en muchas ocasiones, se convierte en una distracción que escinden al CEO y CFO de la empresa de lo que en realidad deben hacer; es decir, mejorar la propuesta de valor, las actividades clave, mantener las finanzas en orden y satisfacer de manera balanceada las demandas de los stakeholders.

Ante la presión por cumplir con el guidance trimestral un CEO podría, por ejemplo, negarse a invertir capital disponible de la empresa en proyectos cuya maduración y generación de ingresos se

producirá dentro de varios años debido a que no contribuye con las ganancias del actual trimestre y, sumado a eso, al aumentarle el capEx si invirtiera ese capital, le disminuiría el free cashflow del trimestre, con lo cual, el guidance estaría efectivamente generando una distorsión de incentivos entre los gerentes y los accionistas. Más allá de lo creativas, destructivas, inusuales o extremas que sean las estrategias que los gerentes utilizan para cumplir un guidance que se avizora como difícil de alcanzar, lo que la historia financiera ha mostrado es que, una vez iniciado ese ‘juego’, se llega eventualmente a un punto en el que le resulta imposible al gerente gestionar o manipular legalmente las ganancias por acción de la empresa para hacerlas lucir mejor de lo que en realidad son y, como consecuencia de eso, el precio de las acciones indefectiblemente termina cayendo.

La historia de los mercados financieros en EEUU cuenta con numerosos casos de empresas cuyas buenas operaciones posibilitaban que cada trimestre sus ganancias superasen las expectativas del mercado provocando, gracias a eso, subas constantes en el precio de las acciones pero que, cuando los gerentes comenzaron a sucumbir a la presión de cumplir con el guidance que ellos mismos publicaban (aunque en realidad, se lo imponía el mercado) terminaban destruyendo una gran cantidad de valor de los accionistas al tomar decisiones muy arriesgadas y cortoplacistas. Uno de los casos más famosos y extremos fue el de Enron que, en sus comienzos, era dueña de activos valiosos a nivel mundial pero luego, cuando sus gerentes sintieron la presión del mercado por superar constantemente sus guidances, se adentró en nuevos segmentos de negocio, diferentes a aquellos en los que sus empleados tenían conocimiento y experiencia, los cuales comenzaron a generar pérdidas que los gerentes decidieron ocultar mediante financiamiento fuera de hoja de balance (off-balance sheet financing) con el objetivo de que los estados financieros de la empresa continuaran viéndose bien y las ganancias por acción continuasen incrementándose gracias a haber quitado la deuda de los estados financieros de la compañía. En el pico de su cotización, en agosto del 2000, la capitalización de mercado de Enron llegó a ser de u\$s 69.000 millones y, sin embargo, la empresa entró en bancarota apenas dos años después.

Siempre es necesario ser cauteloso con lo que genera en el mercado el guidance de las empresas, sobre todo porque es muy contraproducente que un inversor de largo plazo se deje influenciar emocionalmente por lo que provoca una variable de corto plazo, como lo es el guidance. Lo ideal es encontrar gerentes que publiquen guidances realistas y no sucumben a las demandas de ganancias de los analistas de Wall Street. Si la gerencia de la empresa manifiesta una preocupación constante por el precio de las acciones, ese es un indicio de que los gerentes tienden a preocuparse más por gestionar la percepción que el mercado tiene de la empresa que en gestionar las operaciones de la empresa en sí. En lugar de actuar de esa manera, los gerentes deberían ser muy claros con respecto a todos los riesgos e incertidumbres que involucran las operaciones de la compañía y describir de qué manera la empresa va acercándose progresivamente hacia sus objetivos de largo plazo; por lo general, para hacer eso se utiliza la sección ‘Management’s Discussion & Analysis’ pero es una buena señal si los gerentes deciden incluir también información de ese estilo en el guidance.

Ante los incentivos contraproducentes que puede generar la publicación de guidances trimestrales, algunas empresas han tomado la decisión draconiana de directamente dejar de emitir un guidance porque los gerentes no desean atarse a sí mismos a una presión innecesaria para cumplir metas cuyo cumplimiento no depende completamente de ellos y que, en numerosas ocasiones, los incentiva a tomar decisiones que tienen efectos positivos en los estados financieros de la empresa a corto plazo pero que van en detrimento de decisiones que crean nuevos negocios o ventajas competitivas y que son capaces de gestar un aumento superior del valor de los accionistas y más perdurable a largo plazo.

En el caso de que la empresa emita un guidance, lo más importante es asegurarse de que los gerentes no estén manipulando (legal o ilegalmente) las ganancias por acción con el objetivo de superar cada trimestre las expectativas del mercado. Ante una empresa que supera todos los trimestres su guidance, si el inversor sospecha que eso puede ser el resultado de una manipulación contable, será necesario que investigue si se están utilizando alguna de las técnicas de manipulación de estados contables descritas anteriormente.

¿Es la empresa gestionada de manera centralizada o descentralizada?

Es muy importante determinar si los gerentes ejecutivos de la empresa la gestionan de una manera centralizada o descentralizada.

Si la estructura de gestión de la empresa es centralizada, eso implica que sus operaciones son gestionadas de manera jerárquica, de arriba hacia abajo, con estructuras rígidas de reportes y burocracia. Una frase que resumiría ese tipo de estructura de gestión es “bajan las órdenes y sube la información sobre el resultado de su ejecución”; esa estructura, por supuesto, tiene diferentes grados de rigidez y libertades pero, en última instancia, ese es el flujo que se observa en las organizaciones que la implementan para llevar adelante sus operaciones. Un equipo de gestión que centraliza la toma de decisiones a menudo les dice a los empleados las tareas exactas que deben y no deben realizar. Sumado a eso, su proceso de toma de decisiones suele ser bastante estrecho por lo que lo normal es que la ejecución de las decisiones tomadas por la gerencia se haga la mayoría de las veces con el consentimiento y aceptación de los empleados en lugar de con su compromiso y convencimiento de que es lo mejor para la compañía. Este tipo de situaciones lleva a que los empleados no internalicen la responsabilidad por las actividades que realizan, tengan miedo de cometer errores ante la rigidez gerencial con la que conviven y que, como consecuencia de eso, no hagan lo que consideran que es correcto en situaciones imprevistas o que se salen del escenario base planteado por los gerentes.

Las empresas burocráticas tienden a tener dificultades para reclutar y retener empleados competentes debido a que ese tipo de empleados no suelen recibir con agrado el hecho de tener que ejecutar órdenes sin cuestionamientos y sin entender las razones que hay detrás de ellas. Este tipo de empresas habitualmente repele a profesionales innovadores ya que, por definición, la creatividad y el pensamiento lateral no toleran los esquemas rígidos que intentan establecerles límites y forzarles a encajar dentro de un proceso burocrático de toma de decisiones organizacional.

Por el contrario, si una empresa tiene una estructura de gestión descentralizada, en ella los empleados que están más en contacto con los clientes son escuchados y tienen poder para tomar decisiones que afectan al modelo de negocio de la compañía. La estructura de estas organizaciones continúa siendo jerárquica pero, en este caso, desde los niveles más bajos de la empresa no solo sube información sobre los resultados de la ejecución de las órdenes que partieron desde la gerencia sino que, además, surge información acerca de las características de los clientes, su comportamiento y sugerencias para mejorar, enriquecer y expandir el modelo de negocio de la compañía. En este tipo de estructuras organizacionales el flujo de información es muy ágil, de tal manera que es sencillo para los empleados que están en permanente contacto con clientes y proveedores elevar información a los gerentes que les permita luego tomar decisiones que mejoren la experiencia de ambos stakeholders con la empresa.

Muchas de las empresas cuyas acciones tuvieron históricamente los mejores rendimientos del mercado a lo largo de periodos prolongados de tiempo (10 años o más) se caracterizaron por utilizar una estructura operacional descentralizada. Dos de las principales razones para el rendimiento relativo superior que tuvieron este tipo de organizaciones son: 1) La atracción de talento independiente y diverso que fomentaron, el cual se tradujo en una mayor innovación y 2) La reducción de gastos generales que genera ese tipo de estructura.

Una empresa muy exitosa que se caracteriza por su estructura de gestión descentralizada es Berkshire Hathaway que cuenta con más de 80 empresas subsidiarias que tienen completa independencia y muy poca vigilancia por parte de los gerentes de Berkshire, quienes les exigen poco más que algunos estados financieros regulares y la entrega del dinero en efectivo excedente de la caja que no necesiten para mantener y hacer crecer sus negocios. Berkshire no les pide a sus empresas subsidiarias presupuestos, previsiones financieras o documentos que expliquen su estrategia de negocios; no les impone desde la casa central ningún tipo de política de marketing, recursos humanos, sistemas de información o asuntos legales. Según comentan los CEOs de las empresas subsidiarias de Berkshire, Warren Buffett tiene plena confianza en ellos, hasta el punto de que la comunicación con la casa central es bastante infrecuente, a razón de un llamado telefónico por mes o trimestre, aunque nada de eso es obligatorio. Afirman además que es altamente improbable que Berkshire interfiera en sus decisiones de negocio, incluso en los casos de eventos adversos, aunque aclaran que Buffett podría llegar a intervenir ‘un poco’ si ocurre una baja importante en las ventas, se nota un empeoramiento de la situación financiera de la empresa u ocurre un hecho que daña la reputación de la subsidiaria. Según reportan los CEOs de las subsidiarias, que

Berkshire Hathaway sea la dueña de las empresas que gestionan les permite operar sus negocios con horizontes de rendimientos mucho más largos de los que tendrían si fuesen poseídas por otra empresa madre (5 años, en promedio, comparados con 1 año de horizonte temporal en empresas similares). La principal exigencia de Berkshire a quienes gestionan sus empresas subsidiarias es la aceptación de una cultura corporativa basada en un código de ética que promueve la honestidad, integridad, orientación a largo plazo y énfasis en el cliente.

Cómo identificar si una empresa es gestionada de manera centralizada o descentralizada

En primer lugar, es necesario determinar quién, dentro de la empresa, es responsable por la selección y contratación de empleados. Si a todo el proceso lo realiza el departamento de recursos humanos, entonces se trata de una empresa tendiente a ser burocrática pero, si una parte del proceso es realizado por personal del área en la que el nuevo empleado trabajará dentro de la compañía, esa es una señal de que se trata de una empresa más descentralizada. Idealmente, la responsabilidad de seleccionar nuevos empleados debería recaer en aquellos que tienen autoridad en el área o departamento de la empresa en la que el nuevo empleado trabajará.

En segundo lugar, es necesario determinar de qué manera la empresa resuelve los problemas de los clientes y de qué manera se comunica con ellos. ¿Tienen los empleados que recurrir a la burocracia de la empresa para resolver problemas de los clientes o la empresa les da autoridad para resolver problemas de clientes sin necesidad de tener que recibir una cadena de aprobaciones proveniente de la jerarquía organizacional?

Tercero, es necesario analizar el proxy statement para conocer las diferencias que hay entre las compensaciones totales (salario+bono+acciones+opciones) que reciben los cinco gerentes ejecutivos más importantes de la compañía ya que, si se nota una gran diferencia entre la compensación que recibe el CEO con respecto a los otros gerentes, esa es una señal clara de que la empresa es gestionada por un CEO bastante jerárquico y que, por lo tanto, es altamente probable que la organización jerárquica de la firma sea muy centralizada.

Cuarto, la forma en la que se realiza la venta de los productos o servicios que la empresa ofrece brinda mucha información acerca de su estructura de toma de decisiones. Si los vendedores tienen mucha autonomía para fijar las condiciones de las ventas y cerrar ventas con clientes, eso revela que la empresa se organiza con tendencia a la descentralización de la toma de decisiones pero, si para vender un producto/servicio son necesarias autorizaciones provenientes de niveles jerárquicos superiores al vendedor que está en contacto directo con el cliente, eso revela una estructura organizacional que tiende a la centralización.

¿Los gerentes valoran a sus empleados?

La principal función de un gerente es gestionar los recursos físicos, financieros y humanos de la empresa para obtener resultados a través de ellos. Como corolario de lo anterior puede afirmarse que si el gerente no es capaz lograr que las personas que trabajan en la compañía sean productivas y generen resultados, eso lo calificaría como un mal gerente. En resumen, es muy importante entender de qué manera el equipo directivo de la compañía demuestra que valora a sus empleados porque la única manera de obtener resultados positivos en los negocios de la empresa es a través de ellos.

La moral de los empleados aumenta cuando estos sienten que son ‘socios’ de los gerentes en un esfuerzo conjunto por hacer que los negocios de la empresa prosperen; es decir, que no sienten que son meros empleados que simplemente se limitan a ejecutar órdenes de gerentes a los que nunca ven y tal vez ni siquiera conocen. Más aún, cuando en una empresa hay buenas relaciones entre los empleados de diferentes niveles, esta habitualmente exhibe además otros atributos positivos como buenas relaciones con los clientes y la habilidad de adaptarse rápidamente a circunstancias cambiantes del entorno gracias a una baja resistencia de los empleados a la implementación de las decisiones estratégicas de los gerentes, incluso cuando estas impliquen cambios importantes con respecto a cómo se hacen las cosas dentro de la compañía.

Buenas relaciones entre empleados pueden traducirse en altos rendimientos de las acciones

Los grandes gerentes saben muy bien que si tratan bien a sus empleados estos, a cambio, se sentirán inclinados a tratar bien a los clientes. Peter Rose, CEO de Expeditors International, una empresa cuyas acciones superaron ampliamente los rendimientos de índice S&P500 a lo largo de muchos años, solía decir que “el gerente se encarga de cuidar a los empleados, los empleados se encargan de cuidar a los clientes y esas interacciones se encargan de cuidar a Wall Street”.

Vineet Nayar, CEO de HCL Technologies, publicó en 2010 un libro titulado “Primero, los empleados. Los clientes después: Cómo transformar de arriba a abajo la gestión empresarial convencional” en el que desarrolla la idea de que son los empleados los que crean la mayor cantidad de valor dentro de la compañía debido a que son los que conocen más acerca de los clientes. Cuando Nayar fue CEO de HCL Technologies, una empresa de servicios de tecnologías de la información, puso su mayor esfuerzo en asegurarse de que los empleados eran capaces de cumplir con las necesidades de los clientes. Sabiendo Nayar que los empleados eran los que entendían con mayor nivel de detalle los problemas de los clientes y la manera de solucionarlos, se aseguró de que los empleados tuviesen todo lo que necesitaban en todo momento e incluso hizo a los gerentes responsables de la plena satisfacción de los empleados. Los resultados que logró fueron impresionantes: Durante su trabajo como CEO de la empresa, los ingresos y las ganancias

operativas se multiplicaron varias veces hasta el punto de que HCL fue incluso una de las pocas empresas que creció durante la crisis financiera mundial de 2008.

Por el contrario, durante la crisis financiera de 2008, hubo empresas en las que sus gerentes continuaron cobrando bonos al mismo tiempo que recortaban beneficios de los empleados, la cual por supuesto es una muy mala señal para el accionista. No importa cuántas veces después de eso un gerente diga que valora a sus empleados porque, si su manera de actuar es de ese estilo, sus palabras carecen de toda credibilidad.

Fuentes de información

Las mejores fuentes de información acerca de la manera en la que se trata a los empleados dentro de una empresa son los artículos periodísticos que hablan sobre la misma, aunque también puede encontrarse información valiosa al respecto en las entrevistas realizadas a gerentes de la compañía.

La revista Fortune y algunas Organizaciones No Gubernamentales publican cada año informes con rankings de “The best places to work” (los mejores lugares para trabajar). Ese tipo de informes resultan también muy útiles para determinar si la empresa que se está analizando es un lugar en el que se trata bien a los empleados ya que el análisis que realiza la revista para armar el ranking es bastante exhaustivo. Como efecto secundario beneficioso para los accionistas ocurre que aparecer en esa lista les trae a las empresas beneficios adicionales como, por ejemplo, un aumento de solicitudes de empleo de profesionales muy talentosos así que estas tienen muchos incentivos para intentar mejorar cada año las variables que mide ese informe y, como se dijo anteriormente, si los gerentes se ocupan de los empleados, estos se encargarán de mantener felices a los clientes y la suma de todo eso hará felices a los accionistas.

¿El gerente trata a los empleados como activos o pasivos?

Para responder a esta pregunta es necesario leer artículos que hablen sobre la empresa y consultar entrevistas realizadas a sus gerentes, prestando especial atención a la manera en la que se refieren a sus empleados.

Un ejemplo muy claro de esto es Michael Bloomberg que en su libro titulado “Bloomberg por Bloomberg” publicado en 1997 dice: “nuestro principal activo no es nuestra tecnología, nuestras bases de datos, la red de comunicaciones propiedad de la empresa o incluso nuestros clientes sino que son nuestros empleados. Las empresas deben reconocer a sus empleados como activos”.

El ejemplo contrario sería encarnado por los gerentes que ven a los empleados de la compañía como costos y que, como resultado de eso, no tienen escrúpulos en despedir a miles de empleados cuando la situación financiera de la empresa y/o la economía del país están pasando por un mal momento.

Si en las entrevistas o en sus declaraciones a la prensa los principales gerentes de una empresa no hablan acerca de las contribuciones realizadas por los empleados, esa es una señal de alerta que evidencia una posible estructura organizacional centralizada y gerentes que tienden a menospreciar el trabajo de sus empleados. Los gerentes pueden aprender mucho más escuchando lo que sus empleados tienen para comentar sobre la empresa que leyendo planes estratégicos. Muchas de las mejores ideas para mejorar los negocios de las empresas provienen de sus propios empleados gracias a que son los que están todos los días en ‘el campo de batalla’ así que es crítico para las empresas contar con gerentes que abran canales de comunicación entre todos los niveles organizacionales y la cúpula directiva.

¿Cuándo hay puestos vacantes, la empresa intenta promover ante todo a empleados actuales?

Una empresa que, ante la apertura de una vacante tiene la política de, en primer lugar, promover a empleados actuales de la compañía tiene una mayor probabilidad de retener a empleados talentosos gracias a que ese tipo de empleados se siente estimulado al trabajar en organizaciones que están creciendo y que les brindan oportunidades de crecimiento profesional.

Una empresa que tiene la política de promover desde adentro solo contratará a profesionales externos cuando necesite cubrir un puesto y no encuentre candidatos adecuados dentro de la estructura organizacional o que, por alguna razón, el candidato más idóneo no desee ser promovido a ese puesto.

La fuente más idónea para responder a esta pregunta sería la realización de entrevistas a empleados de la empresa para consultarles si la mayoría de los empleos vacantes son cubiertos con promociones internas o si la empresa busca activamente cubrir puestos con personas externas a la organización. En caso de que al analista no le resulte posible realizar entrevistas a los empleados de la empresa en la que tiene interés, puede comunicarse con el área de relaciones con el inversor de la compañía y solicitar el email o la posibilidad de hablar con alguien que trabaje en el departamento de Recursos Humanos para consultarle si la empresa tiene la política de promover desde dentro o contratar desde fuera.

Otras fuentes de información a este respecto son las presentaciones para inversores que se encuentran en la página web de relaciones con el inversor de las empresas y la sección de la página web referida a empleos o recursos humanos ya que, si la empresa tiene la política de promover desde dentro, suelen resaltar ese hecho en esos sitios.

¿Muestran los gerentes a los empleados de qué manera pueden ser promovidos?

Es responsabilidad de los gerentes ayudar a sus empleados a crecer. Los grandes líderes de negocios se caracterizan por impactar favorablemente la vida de aquellos con quienes trabajan y de ayudar a sus empleados a alcanzar su máximo potencial. A cambio, eso motiva a los empleados a dar lo mejor de sí. Richard Branson, CEO de Virgin Group, famosamente dijo: “Entrena a la gente lo suficientemente bien para que puedan irse y trátalos lo suficientemente bien para que no quieran hacerlo”.

En el libro “First, break all the rules” de Buckingham (1999) la organización Gallup entrevistó a más de 80.000 gerentes de más de 400 empresas; fue el estudio más grande realizado sobre el compromiso de los empleados y descubrió que existen dos sentimientos que pueden predecir de una mejor manera el nivel de compromiso de un empleado: 1) “Mi opinión importa, mi voz es escuchada” y 2) “A alguien de esta empresa le importa mi progreso profesional”.

Si los gerentes de una empresa se ocupan de ellos mismos y descuidan el desarrollo de sus empleados, eso fomentará una falta de compromiso de los empleados para con la empresa que se traducirá en una mayor rotación de personal, una incapacidad para retener a personas talentosas y, con el paso del tiempo, en una potencial falta de empleados que sean tanto líderes como grandes conocedores de la compañía.

¿Destina la empresa una cantidad significativa de recursos a capacitar a sus empleados?

Si los gerentes están comprometidos con el entrenamiento y capacitación de sus empleados, esa es una gran señal que indica que la toma de decisiones dentro de la empresa tiende a orientarse hacia el largo plazo. Por el contrario, los gerentes que piensan a corto plazo suelen considerar que gastar dinero en el entrenamiento de los empleados es un desperdicio y que, por lo tanto, es un costo que puede ser eliminado.

Las fuentes de información que pueden ayudar a responder esta pregunta son los reportes anuales, los SEC filings como el 10-K (20-F) y los journals o revistas específicamente dedicados a ‘training’ ya que en ellos pueden aparecer artículos que hablen sobre la empresa que se está analizando. Los más conocidos son Training Magazine⁵² y Training Journal⁵³.

⁵² <https://trainingmag.com/>

⁵³ <https://www.trainingjournal.com/>

Invertir en capacitar a los empleados trae muchos beneficios adicionales, además del aumento de su productividad. Uno de los beneficios más apreciados es una menor tasa de rotación de empleados, la cual provoca una disminución de los costos de la empresa a lo largo del tiempo.

¿Tratan los gerentes a los empleados con respecto cuándo deben despedirlos?

Uno de los momentos más reveladores para observar a los gerentes es cuando deben despedir empleados. Si se logra obtener información sobre cómo actúa un gerente al tener que despedir a un empleado, se habrá obtenido información muy valiosa acerca de cómo trata a la gente que está debajo suyo en la estructura organizacional y qué representan para él o ella los empleados de la compañía.

Cuándo un gerente debe despedir a un empleado ¿Lo hace con respeto o directamente envía a los guardias de seguridad a escoltarlo para que limpie su escritorio y salga de la oficina? Es bastante evidente que esta última alternativa indica que los gerentes no están tratando bien a sus empleados.

El hecho de tratar con respeto a los empleados, sobre todo cuando se los está despidiendo, es un factor que contribuye a que la empresa mantenga una buena reputación y relación con aquellas personas que tienen mayores razones para hablar mal de ella. Los buenos gerentes siempre se toman el tiempo para hablar con los empleados despedidos y explicarles las razones que hay detrás de la decisión de despedirlos para así ayudarlos en sus carreras profesionales. Por el contrario, ver a un gerente de una empresa anunciando públicamente despidos masivos en cantidades de miles deja bastante claro que para ese gerente los empleados son poco más que un número en lugar de personas que merecen ser tratadas con respeto en un momento delicado como ese.

Mucho cuidado con las empresas cuyos gerentes anuncian despidos apenas comienzan a atravesar un periodo de ingresos declinantes ya que, en muchos casos, están tomando una decisión definitiva para un problema temporal. En lugar de eso, los buenos gerentes intentan actuar de manera diferente durante los periodos en los que los ingresos de la empresa disminuyen, no despidiendo empleados sino intentando recortar costos mediante:

- Eliminación de horas extras
- No contratando nuevo personal
- Ofreciendo paquetes de retiros voluntarios
- Reduciendo la jornada laboral
- Reduciendo salarios
- Postergando aumentos de salario
- Recortando el gasto en capacitación, viajes y marketing
- No renovando contratos a trabajadores temporales

- Postergando inversiones de capital
- Utilizando empleados de áreas con menos carga de trabajo para cubrir las necesidades de personal que estén teniendo otras áreas más atareadas

¿Tiene la empresa una fuerte cultura corporativa?

La cultura de una empresa se compone de los valores compartidos y la manera en la que se hacen las cosas dentro de su estructura organizacional; esto por supuesto, sienta el tono de las relaciones entre empleados de diferentes jerarquías y de los empleados de la empresa con los clientes.

Para que los valores y conductas fomentados por una empresa no terminen siendo letra muerta sino que realmente sean compartidos por todos, deben estar definidos de manera clara, sin ambigüedades y, por sobre todas las cosas, deben ser encargados por las personas que ocupan los cargos más altos dentro de la organización empresarial. Si un gerente no actúa siendo ejemplo de los valores y conductas que pretende fomentar en sus empleados, carece de autoridad para exigirles lo mismo a ellos.

Una fuerte cultura corporativa perdurable en el tiempo atraerá eventualmente a empleados que tengan los mismos valores y maneras de actuar que se fomentan en la firma, aunque para eso la empresa necesitará de varios años en los que se dedicará a construir, mantener y publicitar su cultura empresarial para, de esa manera, darle a los profesionales que compartan esa cultura la seguridad de que no se verán defraudados una vez que formen parte de la compañía. Al mismo tiempo, una cultura corporativa sólida y perdurable en el tiempo les indica a los nuevos empleados cuál es el comportamiento que se espera de ellos mientras trabajen en la empresa.

Una de las ventajas de tener una cultura corporativa sólida y públicamente reconocida es que la empresa es capaz de atraer a empleados talentosos que comparten sus valores y, gracias a eso, no necesariamente debe pagarles salarios mayores a los de las otras empresas para contratarlos y retenerlos. Los empleados talentosos, que buscan desarrollarse profesionalmente en una empresa que esté en línea con sus valores personales, suelen estar bastante dispuestos a sacrificar un poco de salario a cambio de trabajar en un ambiente en el que se sienten cómodos y en el que pueden vislumbrar un crecimiento profesional. Sumado a eso, la tasa de rotación de empleados en empresas con fuerte cultura corporativa es relativamente menor al promedio gracias a que sus empleados, al sentirse identificados con lo que la empresa pretende encarnar, tienden a ser más leales frente a las tentaciones de competidores.

En contraste, en las empresas con culturas corporativas viciadas es muy probable que los errores no sean tolerados y que exista bastante desconfianza entre gerentes y empleados de niveles inferiores. Una mala cultura corporativa no corregida tiende, con el paso del tiempo, a fomentar comportamientos destructivos en los empleados a tal punto que la experiencia del cliente se

empobrece significativamente y los empleados solo trabajan lo mínimo y necesario para conseguir su salario mensual, careciendo completamente del interés en desarrollar una carrera profesional dentro de la compañía.

Más allá de los problemas que una mala cultura corporativa provoca en los resultados financieros de las empresas, lo más destacable a tener en cuenta es que una cultura corporativa viciada es el exponente más notorio de una empresa débil a la que, de continuar así, se le dificultará mucho construir y mantener ventajas competitivas sólidas que mantengan alejados a los competidores y eviten que estos les quiten cuota de mercado.

Un ‘lugar’ en donde buscar si una empresa tiene una cultura corporativa fuerte y virtuosa es en sus empleados; si estos se sienten identificados con los que ‘transmite’ la compañía y se sienten satisfechos y hasta orgullosos de trabajar en ella, esa es una gran señal de que la cultura de la empresa es sólida e incentiva comportamientos virtuosos en sus empleados.

Una manera muy efectiva (aunque no siempre disponible) de determinar si una empresa posee una cultura corporativa fuerte y virtuosa es hablar con empleados que se desempeñen en niveles medios y bajos de la organización debido a que estos empleados son los que interactúan más frecuentemente con los clientes. Una estrategia para poder tener contacto con empleados de una empresa y hablar con ellos es la famosa e intuitiva técnica utilizada por Peter Lynch que consiste en simplemente volverse un cliente de la empresa que se está analizando para vivir así, de primera mano, la experiencia de compra y tener una excusa para hablar con los empleados. Otra técnica muy útil, ya descrita en secciones anteriores, consiste en ofrecer a clientes de la empresa pagarles su compra a condición de poder entrevistarlos y realizarles preguntas acerca de su experiencia de compra y del tratamiento que recibieron por parte de los empleados de la compañía.

Una cosa es que la gerencia diga que determinados valores y comportamientos son importantes para la empresa pero, si el resto de los empleados no les cree, termina siendo letra muerta que no forma parte de la cultura de la compañía.

Dos aspectos sumamente importantes que tienen las culturas corporativas y que las convierte en la ventaja competitiva más importante que una empresa puede desarrollar es que son imposibles de copiar en su totalidad y no son trasladables vis-a-vis de una empresa a otra. Por ejemplo: ¿Qué supone el lector que sucedería si a la totalidad de los empleados de McDonald’s son repentinamente trasladados a Starbucks y viceversa? ¿Cree que su experiencia como cliente continuará siendo la misma y que continuará recibiendo el mismo tipo de servicio que recibía originalmente? No será así, en absoluto, en ambos casos porque los empleados de McDonald’s no son entrenados para brindar una atención tan personalizada al cliente y tan atenta como ocurre en Starbucks, de la misma manera que las personas que van a McDonald’s esperan un servicio de alta eficiencia y no les importa si el empleado no les brinda una atención personalizada porque lo único que quieren es que les den su orden lo antes posible para comer en el local o directamente irse con su orden a comerla a otro sitio.

A pesar de que ambas empresas pertenecen a la misma industria, sus culturas corporativas difieren en aspectos cruciales.

Cuando un inversor encuentra una empresa con empleados talentosos y entusiasmados por trabajar allí y con gerentes transparentes, éticos y que dan el ejemplo a sus empleados al encarnar los valores que profesa la compañía, realmente ha encontrado la base para una inversión cuyas probabilidades de éxito a largo plazo son muy altas.

Las empresas con culturas fuertes tienen un conjunto de valores a los que consideran como los más importantes y que intentan plasmar de diferentes maneras en el día a día de las operaciones de las diferentes áreas de la compañía. Por ejemplo: Una empresa puede valorar mucho los beneficios a largo plazo que trae la capacitación de sus empleados, considerando como una inversión lo que otras empresas consideran como un gasto. De manera similar, una empresa puede valorar mucho el hecho de brindar un gran servicio al cliente mientras que otra puede valorar más la eficiencia y el mantenimiento de los costos bajos a costa de tener menos empleados y brindar una experiencia al cliente menos personalizada.

Los gerentes y líderes dentro de la empresa juegan un rol central en comunicar y demostrar con el ejemplo lo que es importante para los negocios de la compañía, los comportamientos que son fomentados y aquellos que son inaceptables, así como también son responsables de lo bien que los empleados entiendan y adopten esos valores y formas de comportamiento; todo esto crea las bases para que la cultura empresarial sea vivida por todos los empleados de la firma en el día a día de sus operaciones.

Muchas empresas tienen valores corporativos que son expresados a través de sus declaraciones de visión y misión⁵⁴ pero, al estar analizándolas, es importante confirmar si estos valores se encuentran plasmados en políticas, procedimientos y prácticas concretas dentro de cada uno de los departamentos de la compañía porque, de lo contrario, solo se trata de letra muerta que se ve linda en un cuadro colgado en la recepción de la oficina pero que no tiene su reflejo en la manera en la que los empleados se comportan diariamente en sus puestos de trabajo. Solo cuando los valores corporativos están incorporados en políticas, procedimientos y prácticas laborales es cuando la ejecución de la cultura corporativa realmente ocurre.

Para identificar si una empresa tiene valores corporativos que realmente son plasmados en el día a día de sus operaciones pueden realizarse las siguientes preguntas a empleados de niveles medios-bajos, gerentes o a responsables de relaciones con el inversor. En caso de que no se tenga acceso a ellos, el inversor puede intentar responderlas leyendo el 10-K (20-F), entrevistas a gerentes o artículos que analicen la compañía:

⁵⁴ La siguiente página web se encarga de publicar las declaraciones de visión y misión de muchas empresas: <https://mission-statement.com/>

- ¿De qué manera los valores aparecen plasmados en políticas concretas dentro de la organización empresarial?
- ¿Están los valores corporativos definidos de manera explícita, detallada y sin ambigüedades? Por ejemplo: Si uno de los valores de la empresa es 'integridad', ¿Saben los empleados qué comportamientos específicos se espera que tengan en la empresa para que ese valor quede plasmado en la realidad diaria de sus operaciones?
- ¿Se encargan los gerentes de estar continuamente exponiendo los valores de la empresa ante los empleados? Es tarea de los gerentes reforzar en los empleados la idea de que los valores de la empresa son algo importante que debe corporizarse diariamente en la manera de actuar de todos los que trabajan en ella, sobre todo quienes se encuentran en los niveles más altos.
- ¿Hace la empresa que los empleados de todos los niveles sean responsables de conocer e incorporar los valores corporativos en sus procedimientos y prácticas diarias? Si un empleado de cualquier nivel viola de manera evidente un valor corporativo, ¿Eso es tolerado? Si una empresa se toma en serio sus valores corporativos, las prácticas que desea incentivar en sus empleados y las que le resultan inaceptables, un gerente no puede fingir desconocimiento cuando uno de sus empleados se comporta de manera inadecuada.
- ¿Hay costos de la empresa asociados a la puesta en práctica de sus valores? Por ejemplo: Starbucks ofrece una excelente cobertura de salud para sus empleados porque considera que ofrecerles muchos beneficios es algo valioso debido a que eso les ayuda a atraer y retener a los mejores empleados. Si se detecta que la empresa está invirtiendo dinero en algo directamente relacionado con uno de sus valores corporativos, esa es la mejor manera de confirmar que lo considera importante.

¿Cuál es la tasa de retención de empleados que tiene la empresa?

Si la tasa de retención de empleados de una empresa es alta, es seguro que lo comunicará de varias maneras a la mayor cantidad de público posible.

Las ventajas de tener una alta tasa de retención de empleados son amplias y muy beneficiosas para las empresas; entre ellas se destacan las reducciones de costos por contratación, la mejora de las relaciones con los clientes y una mayor rentabilidad por mejora de la eficiencia.

Podría decirse que la tasa de retención de empleados condensa en un solo número la respuesta a la pregunta sobre si la gerencia valora a sus empleados ya que, si los empleados se sienten bien tratados, bien pagados y escuchados, no hay dudas de que también se sienten valorados por la compañía y, por lo tanto, tienen pocos incentivos para abandonarla.

¿El equipo directivo sabe cómo contratar a buenos empleados?

Pocas decisiones gerenciales son más importantes que las que involucran contratar y promover a empleados. El principal trabajo de un gerente dentro de una empresa consiste en elegir a las personas correctas y colocarlas en las posiciones más adecuadas para el despliegue de sus capacidades profesionales ya que, en definitiva, un gerente es una persona que hace que las cosas se hagan a través de las personas que están a su cargo. Si el equipo directivo de una compañía tiene a su cargo a personas en las que confía y en cuya idoneidad para el puesto puede confiar, eso torna mucho más fácil la ejecución de las tareas asignadas a cada uno.

Un inversor que está analizando una compañía debe conocer los puntos fuertes en los que se destacan cada uno de los principales gerentes que integran su cúpula directiva. **¿Cómo puede saberse que un gerente es considerado uno de los ‘principales’ gerentes de una empresa?** Por lo general, la importancia de un gerente dentro de una firma es proporcional a su trayectoria dentro de la misma así que, para determinar quiénes son los cuatro principales gerentes de una empresa, además del CEO, se recomienda obtener los proxy statements de los últimos 10 años y utilizarlos para armar una tabla/línea temporal que muestre quiénes ocuparon los puestos gerenciales de la junta directiva durante cada año. Esta tabla tiene el beneficio adicional de mostrar si la empresa ha tenido durante los últimos años una alta o baja rotación de gerentes ya que, si la rotación de gerentes de una empresa durante los últimos 5 años ha sido alta, esa es una mala señal porque indica falta de gestión y dirección. Una señal bastante clara de que los negocios de una empresa se están deteriorando de manera perdurable se produce cuando algunos de los principales gerentes de la empresa, que han ocupado puestos muy importantes durante años, se marchan a buscar oportunidades en otras compañías.

Una vez terminada la construcción de la tabla histórica de gerentes, eso ya permite tener certeza de cuáles son los principales gerentes de la empresa, además del CEO, así que el paso siguiente es conocer la trayectoria, experiencia y habilidades destacadas de estas cinco personas importantísimas para el desempeño de los negocios de la compañía. La manera de llevar a cabo esta investigación ya fue explicada en detalle anteriormente en el paso 6.

¿Cómo determinar si un gerente sabe elegir a buenos empleados?

Una empresa será capaz de poner las probabilidades de tener éxito a su favor si logra reclutar y retener consigo a empleados talentosos que además se sientan motivados diariamente por trabajar allí. Aquellos empleados que se sienten identificados con lo que la empresa hace a través de sus negocios son mucho más proclives a quedarse por mucho tiempo trabajando en ella, incluso aunque tengan ofertas de trabajo con un mayor salario en otras compañías.

Por el contrario, si la empresa contrata mal, lo que sucederá es que la mayoría de los empleados irá rotando de un puesto a otro sin comprometerse demasiado con su trabajo o directamente dejarán la compañía en cuestión de meses, lo cual reducirá la productividad y afectará negativamente sus estados financieros.

Los gerentes que saben contratar bien son disciplinados y solo contratan a los empleados que realmente encajan con los requerimientos del puesto que se está necesitando en lugar de contratar simplemente al mejor candidato de los que hay disponibles en ese momento. El corolario de esto es que los gerentes que mejor saben contratar son los que se toman el tiempo que les resulte necesario para contratar al empleado más idóneo para cada puesto.

Otro rasgo característico de los gerentes que saben contratar es que contratan principalmente por actitudes en lugar de aptitudes; es decir que ponderan más los rasgos de personalidad y valores de los candidatos que sus habilidades técnicas (por supuesto que las habilidades técnicas de los candidatos importantes al momento de contratar pero, como la técnica es mucho más fácil de enseñar a una persona que las maneras de comportarse, los buenos gerentes saben que una personalidad virtuosa es mucho más valiosa que las habilidades técnicas). Por ejemplo: En el libro “Four Seasons: The Story of a Business Philosophy” Issadore Sharp, fundador de la cadena de hoteles Four Seasons, afirma que él contrata ante todo por actitudes y que luego entrena a la persona para lo que se necesite.

¿Cómo de efectiva es la empresa en cuanto a utilizar su cultura corporativa y sus características distintivas para atraer a buenos candidatos?

Es crítico para el éxito de una empresa poder atraer a las personas correctas para que se conviertan en sus empleados y es importante que un gerente sea consciente de que, en muchos casos, las empresas atraen a determinados tipos de personas como consecuencia de la cultura corporativa que tienen. Por ejemplo: Las personas que disfrutan y se destacan en ambientes colaborativos eligen compañías que prioricen esa manera de trabajar mientras que profesionales que prefieren una mayor independencia tienden a elegir compañías en las que se trabaja de manera más estructurada.

El tipo de empleado que las empresas tienden a atraer y, sobre todo, a retener, está bastante ligado al tipo de cultura corporativa que tienen. Por ejemplo: La industria de la venta minorista se caracteriza por tener una cultura con fuerte orientación al servicio al cliente y a que la experiencia del cliente sea la mejor posible; en base a eso, es claro que si se visita una tienda de venta minorista y los empleados tratan mal a los clientes se está en presencia de una empresa que está contratando mal.

La única manera en la que una empresa tiene mayores probabilidades de encontrar y contratar a empleados que sean entusiastas en sus trabajos y leales a la compañía es mediante la efectiva

comunicación y transmisión de su cultura corporativa, tanto a empleados actuales como a potenciales candidatos. De esa manera, el propio candidato colabora también en el proceso de selección, presionando de diferentes formas si es que realmente desea trabajar en la compañía o auto-descalificándose si, al conocer más a fondo la empresa, pierde el interés de trabajar allí.

Un tipo de empleado no necesariamente es mejor que otro pero es muy importante que la empresa haga un buen trabajo en el hecho de comunicar de manera efectiva el tipo de empresa es y cómo se trabaja allí. Si al analizar una empresa se encuentra que su tasa de rotación de empleados es alta o que su ratio de 'Ingresos / Cantidad de empleados' es inferior al de empresas similares de la misma industria (lo cual puede ser una señal de empleados improductivos), esa puede ser una señal de que la firma no está comunicando de manera efectiva su cultura a sus potenciales candidatos o que, aunque está comunicando su cultura de manera efectiva, los responsables de contratar a nuevos empleados están haciendo un mal trabajo de selección.

¿Alienta la empresa a los nuevos contratados a ser sinceros y les brinda los canales para expresar desacuerdos?

Una empresa que contrata empleados a los que alienta a mostrar su desacuerdo con los gerentes cuando consideren que tienen razones suficientes para contradecirlos es una empresa que cuenta con mayores probabilidades de éxito que aquellas en las que los empleados tienen miedo de perder sus trabajos si expresan su desacuerdo con las opiniones y decisiones de los gerentes.

Los empleados que sienten que la empresa los alienta a ser sinceros y abiertos con sus opiniones alzarán su voz cuando consideren que los gerentes están implementando una mala estrategia de negocios, lo cual es mucho más beneficioso a largo plazo para las empresas que contar con empleados que simplemente asumen que el gerente sabe más que todos los empleados y no se hacen oír cuando consideran que están tomando decisiones equivocadas.

En las empresas que tienden a destacarse en sus industrias de manera consistente y perdurable a lo largo de los años los gerentes alientan a los empleados a expresarse abiertamente cuando no están de acuerdo con ellos e incluso los alientan a llevarles malas noticias porque, gracias a eso, los errores pueden detectarse y ser corregidos tempranamente, evitando que la empresa pierda una mayor cantidad de dinero como consecuencia de ellos.

Si la cultura de una empresa no alienta a los empleados de niveles medios y bajos a expresar sus opiniones, sobre cuando estas contradicen a las de los altos gerentes, es bastante probable que eventualmente encuentre problemas que le hagan perder dinero y termine destruyendo valor de los accionistas.

¿Qué tipo de personas elige el CEO como miembros de la junta directiva?

Es habitual que el CEO juegue un rol importante en la incorporación de miembros a la junta directiva de la empresa, especialmente si ha estado dirigiendo la compañía durante un largo periodo de tiempo.

Si el CEO está trayendo a la junta directiva a sus amigos, figuras políticas, consultores, abogados que carecen de experiencia en la industria y/o la empresa, es una señal bastante evidente de que está trayendo a la junta a personas cuya principal característica es que le son leales y no porque son las personas más idóneas para dirigir el negocio. Conocer quienes han sido las personas que integraron la junta directiva de la compañía mientras el CEO actual ha ejercido su puesto (esto puede verse en el proxy statement de cada año) puede alertar al inversor sobre si el CEO ha estado utilizando a la empresa como vehículo para beneficio personal o si la ha estado dirigiendo en beneficio de todos los stakeholders.

Muchos de los mayores fraudes corporativos de la historia involucraron a miembros de la junta directiva de empresas cuyo interés estuvo mucho más alineado con otros gerentes que con los accionistas y los empleados, siendo Enron y WorldCom dos grandes exponentes de eso.

Puede ocurrir también que se produzcan conflictos de intereses entre miembros de la junta directiva de una empresa e incluso que también esté involucrado en ellos el CEO por lo que, al estar analizando a los miembros de la junta directiva de una empresa, es necesario leer la sección ‘Related Party Transactions’ que se encuentra en el proxy statement debido a que allí la empresa está obligada a declarar los negocios que tenga con sus propios gerentes y que excedan el vínculo laboral original. En caso de que se detecten transacciones con partes relacionadas que generen sospecha de que alguno de los gerentes está sacando provecho personal de su puesto en la compañía, se está en presencia de una muy mala señal que debería desincentivar al inversor de poner su dinero allí. Ejemplos comunes de este tipo de transacciones dudosas son: ver a gerentes utilizando vehículos o aviones de la compañía para uso personal; ver a gerentes cobrando dinero como consultores, además del dinero que ya reciben por su puesto gerencial; ver que la empresa ha hecho contratos con otras cuyos principales accionistas son miembros de la junta directiva. Como ya se ha comentado anteriormente, un caso que tuvo mucha repercusión mediática fue el de WeWork porque, luego del intento fallido de IPO por parte de la empresa (y gracias al Proxy Statement que tuvo que publicar antes de intentar volverse pública en Wall Street) se conoció que su CEO Adam Neumann tenía varias ‘Related Party Transactions’ que consistían en alquilarle a la empresa, mediante contratos de leasing, propiedades inmobiliarias que él poseía a título personal, ganando millones de dólares gracias a ellos.⁵⁵

⁵⁵ <https://www.wsj.com/articles/weworks-ceo-makes-millions-as-landlord-to-wework-11547640000>

Las donaciones a obras de caridad realizadas por la empresa y declaradas en el proxy statement también ameritan ser analizadas en caso de que se detecten montos grandes a obras de caridad poco conocidas; en ese caso será necesario investigar quienes dirigen la obra de caridad para confirmar si alguno de ellos es también miembro de la junta directiva de la empresa.

Cada uno de los conflictos de intereses anteriormente mencionados constituye, por sí solo, una importante señal de advertencia que desalienta la inversión en esa empresa.

¿Son el CEO y el CFO disciplinados cuando toman decisiones de asignación de capital?

Las asignaciones de capital son la manera en la que el equipo directivo de una empresa invierte el exceso de free cashflow que la empresa ha generado. No es malo gastar el dinero de la compañía pero lo que sí es muy malo es desperdiciarlo así que los gerentes tienen la tarea de decidir sabiamente cuándo y dónde el capital disponible de la firma debería ser invertido o si es más conveniente distribuirlo como dividendo o utilizarlo para recomprar acciones de la propia empresa.

En total, existen cinco cursos de acción diferentes que la gerencia puede tomar con respecto al capital que la empresa tiene disponible:

1. Reinvertirlo en la empresa, en sus negocios actuales o en nuevos proyectos de inversión.
2. Mantener el dinero en la caja de la compañía para tenerlo disponible en caso de que surja alguna oportunidad para utilizarlo.
3. Pagar dividendos.
4. Recomprar acciones propias.
5. Realizar adquisiciones.

Es relativamente difícil encontrar CEOs que sean a la vez buenos operadores de negocios y buenos asignadores de capital; la principal causa de eso radica en que operar un negocio y asignar correctamente el capital en proyectos de inversión que superen el costo del capital son tareas muy diferentes que requieren de un conjunto de habilidades muy diferentes. Ser excelente en una de esas funciones no tiene correlación con ser competente en la otra, y por esa razón, los buenos CEOs suelen delegar las tareas que requiere la función para la que no están tan capacitados a tal punto que, los que son expertos en asignación de capital delegan completamente en otros gerentes las decisiones referidas a las operaciones del día a día de la empresa.

La mejor manera de confirmar si el CEO de la empresa que se está analizando es un buen asignador de capital es analizar su historial de decisiones pasadas. Algunas preguntas interesantes a responder son:

- ¿Realizó adquisiciones? En caso afirmativo, ¿A qué valuaciones? ¿Crearon valor para los accionistas?
- ¿Ha repartido dividendos? En caso afirmativo, puede ser señal de que el gerente no está encontrando proyectos interesantes en los que invertir en capital excedente de la compañía.
- ¿Ha reinvertido el dinero excedente en la propia empresa? En caso afirmativo, ¿Qué resultados han tenido sus reinversiones? ¿Crecieron los negocios existentes? ¿Se han creado nuevos negocios?
- ¿Ha recomprado acciones de la empresa? En caso afirmativo, ¿Cuál era la valuación de la compañía al momento de realizadas las recompras? ¿Resultó ser una buena decisión recomprarlas a esos precios?

¿Las recompras de acciones ordenadas por el CEO y CFO son oportunistas?

Las ganancias por acción (conocidas en la jerga como el ‘bottom line’) son, para el público financiero en general, la variable más importante en la determinación del valor de las acciones de una compañía y, gracias a que las recompras de acciones disminuyen la cantidad de acciones emitidas, tienen la capacidad de, ceteris paribus, incrementar las ganancias por acción. Más aún, si las recompras de acciones se realizan en un momento en que la empresa está subvaluada, pueden agregar valor adicional a los accionistas.

El momento más indicado para realizar recompras de acciones depende del valor que tengan las acciones la compañía, la cantidad de dinero disponible que hay en la caja y las necesidades de dinero que la empresa tenga para ese periodo.

Los gerentes pueden decidir realizar la recompra de acciones en un solo acto pero habitualmente lo hacen mediante un plan de recompras que tiene por objetivo no influir en el precio de la acción en el mercado.

Existen dos razones por las que la junta directiva de una empresa puede tomar la decisión de recomprar acciones:

- La gerencia considera que la empresa está subvaluada así que aprovecha la oportunidad para reducir la cantidad de acciones emitidas y además agregar valor a los accionistas.
- La gerencia desea compensar la dilución que sufrió el equity de la compañía como resultado de la ejecución de opciones otorgadas a miembros de la empresa.

Agregando valor mediante recompra de acciones

Al realizar recompras de acciones cuando la empresa está subvaluada, la gerencia puede materialmente aumentar el valor de la compañía. Por ejemplo: A pesar de que toda valuación es siempre y en última instancia una opinión de quienes la realizan, supóngase por un momento que un gran conjunto de inversores llega a la conclusión de que el ‘valor justo’ de las acciones de una empresa X es de u\$s 50, mientras que las acciones en el mercado están cotizando a u\$s 25. Si en ese momento, la gerencia decidiera recomprar el 10% de las acciones emitidas, el valor de la compañía automáticamente se elevaría a u\$s 52,50 ($u\$25 \times 10\% = u\$2,50$ por acción + u\$s 50). Ahora bien, si en lugar de eso la gerencia hubiese pagado u\$s 100 por acción, habrían destruido valor y luego de las recompras la empresa valdría menos. Cuanto menor es el precio que paga por las acciones, mayor es el valor que la gerencia crea para los accionistas mediante las recompras.

La mejor manera de determinar si el equipo directivo ha aprovechado oportunamente los contextos propicios para recomprar acciones de la compañía es examinar su historial de recompras y ver qué tal le fue. Esa información es publicada por la empresa en sus 10-K (20-F) y 10-Q (6-K), en una sección titulada ‘Stock Repurchases’ o ‘Share Repurchase Program’. Si la empresa ha recomprado acciones en contextos de crisis, mercados bajistas, correcciones de mercado e incluso en contextos alcistas y el precio de las acciones continuó subiendo y alcanzando nuevos records históricos en periodos posteriores a dichas recompras, esa parece ser una señal del mercado diciendo que la gerencia está agregando valor a la empresa al recomprar las acciones que se operan en el mercado secundario.

Compensar dilución por ejercicio de opciones

Al calcular si las recompras de acciones realizadas por una empresa están agregando valor a la compañía deben desestimarse todas aquellas recompras que se realicen con el objetivo de compensar la dilución del equity que se produce cuando algún empleado o ex-empleado de la empresa, a quien se le habían otorgado opciones, las ejerce para obtener las acciones.

Muchos inversores no suelen ver a las recompras de acciones que compensan ejercicios de opciones como asignaciones de capital pero realmente lo son porque es una decisión que controla la gerencia.

Para realizar este análisis el inversor debe comparar la cantidad de opciones emitidas en un periodo con la cantidad de acciones recompradas durante el mismo para así conocer qué porcentaje de las acciones recompradas se hizo con el objetivo de compensar la dilución que sufrirá el equity cuando esas opciones sean ejercidas. Toda la información necesaria para realizar este análisis se encuentra disponible en los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) de la empresa debido a que allí los gerentes deben detallar la cantidad de opciones emitidas y de acciones recompradas en el periodo, concretamente en las secciones tituladas ‘Share Repurchase Program’ y ‘Share-based Compensation Plans’ (los

nombres pueden variar ligeramente para cada empresa), aunque también se recomienda utilizar el proxy statement debido a que la información que se brinda allí sobre compensaciones en acciones y opciones es mucho más detallada que la brindada en los reportes trimestrales y anuales.

La gerencia de una empresa está aumentando potencialmente el valor de la compañía cada vez que la cantidad de acciones recompradas en un periodo supera a la dilución del equity provocada por emisiones de opciones realizadas durante el mismo periodo. De la valuación de la empresa realizada por el inversor y del precio promedio de las acciones en el mercado durante el periodo en el que se realizaron las recompras surge la conclusión de si efectivamente la gerencia ha creado o destruido valor mediante las recompras de acciones.

Paso 8: Características positivas y negativas de los gerentes

Muchos inversores confían en la personalidad, nivel educativo y conocimiento técnico del equipo directivo para evaluar si son capaces de liderar la empresa que tienen a su cargo. Estas son, sin dudas, cualidades importantes y deseables de ver en gerentes pero existen otras cualidades que son incluso más importantes y que deben tenerse en cuenta si se está considerando invertir en una empresa (y por lo tanto, en su equipo directivo) con un horizonte de inversión de largo plazo. En ese caso, es necesario considerar también algunos aspectos bastante puntuales del carácter de los gerentes que son muy importantes si uno planea asociarse con ellos por un prolongado periodo de tiempo ya que es seguro que, cuando los periodos de tiempo son largos, aparecerán problemas importantes que los gerentes deberán resolver y esos rasgos de personalidad pueden ser la diferencia entre hacerlo exitosamente o verse sobrepasados por la situación, destruyendo valor de los accionistas como consecuencia de malas decisiones tomadas. Por ejemplo, algunas preguntas que deberían ser respondidas son:

- ¿Son los gerentes apasionados al operar los negocios de la empresa?
- ¿Son los gerentes personas íntegras?
- ¿Serían los gerentes capaces de manipular (legalmente) los números contables con el objetivo de cumplir con el guidance?
- ¿Son los gerentes personas humildes que reconocen cuando han cometido un error?

Al analizar el carácter de los principales gerentes de una empresa es necesario buscar patrones de comportamiento que brinden información acerca de cómo podría comportarse el gerente en situaciones similares en el futuro ya que, cuando se trata de personas, el mejor predictor de su comportamiento futuro es su comportamiento pasado porque los seres humanos somos ‘animales de costumbre’ y nos cuesta cambiar nuestro comportamiento hasta el punto de esperar a que una

situación se vuelva intolerable para, recién en ese momento, tomar la decisión de hacer las cosas de manera diferente.

El objetivo de este análisis es obtener una idea general de cómo se comportan los gerentes de la empresa en un amplio espectro de situaciones, para lo cual es conveniente iniciar buscando los logros profesionales que los gerentes han obtenido en el pasado para luego, y más importante aún, analizar cómo fue que obtuvieron esos logros. Las entrevistas realizadas a los gerentes y los libros que hablen sobre ellos (si es que existen) constituyen las mejores fuentes de información para realizar este análisis, aunque también puede encontrarse información útil en artículos periodísticos referidos a ellos.

¿Tiene el CEO un genuino interés por la empresa o solo le interesa el dinero?

Muchos inversores pasan mucho tiempo analizando el proxy statement intentando determinar si los gerentes tienen una estructura de incentivos salariales que los incentiva a aumentar el valor de los accionistas pero se olvidan de analizar si los principales gerentes de la empresa son personas a las que les interesa la compañía, los negocios que tiene, la misión que se ha propuesto y si sienten pasión por levantarse cada día para ir a trabajar. Los incentivos externos, como podría ser un gran paquete de compensaciones, incentivan a las personas a esforzarse pero nunca podrían llegar a ser tan poderosos como la motivación que surge del interior.

¿Por qué la pasión por lo que se hace es importante?

La pasión es un elemento necesario para el éxito de una empresa a largo plazo y para el éxito profesional de cualquier persona. Al hacer aquello que realmente le gusta y volverse muy buena haciéndolo, una persona es más productiva y, como consecuencia de eso, tarde o temprano el dinero llegará.

Si el CEO no se apasiona por la empresa que está dirigiendo sino que solo va a trabajar cada día para recibir su salario, es bastante probable que termine haciendo trabajo mediocre en lo que concierne a la creación de valor para los accionistas a largo plazo. En su famoso discurso en la Universidad de Stanford Steve Jobs, de quien no se puede negar que fue una persona apasionada por lo que hacía dijo “La única manera de hacer un gran trabajo es amar lo que haces. Si aún no lo has encontrado, sigue buscando, no te conformes”⁵⁶.

⁵⁶ https://www.youtube.com/watch?v=HHKJEz_HdTg

La construcción de un negocio a lo largo de los años es un proceso lento que puede tornarse aburrido por momentos así que ¿Cómo podría el CEO ser eficaz en su ejecución si no está genuinamente interesado en lo que está haciendo? Cuando el CEO y los principales gerentes de una empresa sienten pasión por sus negocios trabajan mucho más de lo mínimamente requerido, aprenden de sus errores y hacen lo posible por encontrar soluciones a los problemas vigentes. La pasión de sus gerentes es un ingrediente necesario para el éxito de una empresa porque las mayores recompensas suelen encontrarse lejos en el futuro.

¿Cómo puede identificarse si hay pasión en un gerente?

Puede identificarse la existencia de pasión mediante la respuesta de las siguientes preguntas:

- ¿Es la empresa para el gerente una carrera profesional o solo es un trabajo?
- Si otra empresa le ofreciera al CEO adquirir la empresa que dirige ¿Se negaría a aceptarlo, sin importar el precio ofrecido?
- ¿Ha dado el gerente señales de estar principalmente interesado o motivado por el dinero?
- ¿Se muestra el gerente muy interesado en aparecer medios periodísticos y redes sociales o le dedica la gran mayoría de su tiempo al negocio?
- ¿En qué clase de actividades filantrópicas está involucrado el gerente?
- ¿Son los gerentes personas en constante aprendizaje que se focalizan en estar siempre aprendiendo cosas nuevas?

¿Carrera profesional o solo un trabajo?

Al analizar la trayectoria de un gerente mediante la lectura de su biografía en los proxy statements, artículos que hablen sobre él o la empresa y entrevistas que dio a la prensa, es importante para responder a esta pregunta saber si, durante su carrera profesional, ha permanecido durante muchos años trabajando en la misma industria o si ha estado cambiando de trabajo muy seguido, moviéndose de una industria a otra según iba recibiendo nuevas ofertas de empleo. En caso de que el gerente haya trabajado en una misma industria durante periodos de tiempo mayores a 5 años es una señal de que parece disfrutar haciendo ese trabajo.

En el análisis de la trayectoria del gerente es importante buscar si existe consistencia o un patrón de comportamiento claro en los pasos que fue dando en su carrera profesional ya que, de ser así, eso es un indicio importante de que al gerente realmente le gusta lo que hace y hasta puede que sienta pasión por desarrollarse como profesional en esa industria.

¿Aceptaría el CEO que la empresa fuera adquirida por otra?

Si alguna empresa le ofreciera al CEO adquirir la empresa que dirige, ¿Cómo respondería? Un CEO verdaderamente apasionado por su negocio diría que la empresa no está en venta y declinaría cualquier oferta, lo cual en algunos casos daría lugar a una adquisición hostil (Hostile takeover) en la que una empresa toma el control de otra cuyo equipo directivo se opone a la adquisición. Por el contrario, un CEO que considera que su puesto dentro de la empresa es simplemente un trabajo no opondría resistencia a una adquisición si la oferta de la empresa compradora le parece razonable.

Por ejemplo: ¿Que haría el CEO y fundador de una empresa cuyos ingresos son de u\$s 50 millones al año si le ofrecieran comprársela por u\$s 1.000 millones? Esa fue la situación que enfrentó Mark Zuckerberg, fundador de Meta Platforms, la empresa dueña de Facebook, Instagram y WhatsApp cuando en 2006 fue cortejado por gerentes de Viacom, Yahoo! y otras compañías que estaban interesadas en adquirir su empresa. Zuckerberg continuamente se resistió a aceptar ofertas de compra y manifestaba que no estaba interesado en vender el negocio porque no estaba haciendo crecer a Facebook con el único propósito de ganar dinero así que ninguna cantidad de dinero lo convencería de vender. A pesar de aún estar en sus 20s, Zuckerberg demostró tener una gran visión de lo que quería lograr con su compañía y una gran pasión por lo que estaba creando con ella así que, en esa etapa temprana de la vida de su empresa, quería mantener todo el control posible sobre la propuesta de valor que estaban desarrollando por lo que no estaba dispuesto a ceder eso por ninguna cantidad de dinero posible. En el año 2012, Facebook finalmente realizó una oferta pública inicial de acciones en Wall Street, cerrando su primer día de cotización con una valuación de poco más de u\$s 100.000 millones, el cual sería tan solo el inicio de un prolongado ascenso que continuaría por años.

¿Interesado en el dinero o motivado por el dinero?

¿Cómo puede saberse si el principal interés de un gerente en su trabajo es el dinero? Una buena manera de comprobarlo es simplemente observar sus hábitos de consumo y la manera en la que vive. Los líderes apasionados tienen poco tiempo libre para otras actividades o hobbies porque están muy focalizados en el negocio que quieren hacer crecer así que sus estilos de vida no suelen mostrar señales muy ostensibles de riqueza. En el otro lado del espectro se encuentran los gerentes que buscan aprobación social al ser propietarios de casas ostentosas y objetos de lujo. La diferencia entre estos gerentes es que el primero está interesado en el dinero pero el segundo está motivado por el dinero; en otras palabras, el primero considera al dinero como una herramienta y no como un fin en sí mismo por lo que sus hábitos de gastos suelen ser modestos mientras que el segundo considera al dinero como un fin y sus hábitos de consumo tienen tendencia sibarita.

Aun así, a pesar de que los gastos y el estilo de vida de un gerente pueden ser un indicador de que es una persona motivada por el dinero, también es cierto que las generalizaciones son injustas y eso no

siempre es así. Existen casos de CEOs que viven en grandes mansiones pero que, a su vez, gestionan el negocio con tanta pasión que es evidente que no lo hacen solo por el dinero y, para poder distinguirlos de los gerentes que trabajan sin pasión y solo desean dinero, no queda otro remedio más que estudiar en profundidad sus vidas para encontrar la principal fuente desde la que surge su motivación. El inversor puede comenzar este estudio leyendo artículos y entrevistas que tengan como protagonista al CEO; si el gerente es muy famoso en el ámbito empresarial es posible que tenga alguna entrada en Wikipedia y/o la enciclopedia Británica.

En caso de que no sea posible encontrar artículos que hablen acerca del estilo de vida de un gerente en cuya empresa está considerando invertir, el inversor puede al menos buscar el valor de su casa ya que eso le va a brindar al menos una pieza de información importante acerca del estilo de vida del gerente. ¿Cómo se puede obtener esa información? Las titularidades de ciertos activos, como las propiedades inmobiliarias residenciales, son bastante transparentes en EEUU así que cualquier persona puede ver gratuitamente la información de las propiedades inmobiliarias residenciales a nivel de condado y, por lo tanto, para obtener información sobre la residencia del gerente solo se necesita saber, con la mayor exactitud posible, en dónde vive y quién es el evaluador fiscal (tax assessor) de ese condado. Una vez encontrada la página web del evaluador fiscal del condado en el que vive el gerente puede ponerse su nombre en el buscador y el sistema mostrará la información de las propiedades inmobiliarias en las que esté registrado como titular. La serie de pasos más sencilla para encontrar esa información sería: Averiguar en qué ciudad vive el gerente; buscar el nombre del condado en el que está esa ciudad y el nombre de su evaluador fiscal; utilizar el buscador del evaluador fiscal para encontrar la información de las propiedades inmobiliarias que se encuentran en ese condado y de las que el gerente es su titular. Los evaluadores fiscales suelen ser bastante amplios en la información que brindan a los consultantes así que en sus páginas webs es posible ver fotos de las propiedades, sus medidas y sus valuaciones fiscales.

Por ejemplo: Supóngase que un inversor está interesado en invertir en Berkshire Hathaway, cuyo CEO es el famoso Warren Buffett y, antes de invertir, desea analizar en profundidad el estilo de vida de dicho CEO. Gracias a las numerosas entrevistas que Buffett ha dado y a la innumerable cantidad de artículos que se han escrito acerca de él, se sabe muy bien que vive en Omaha, en el estado de Nebraska así que, con solo poner en un buscador la frase “omaha nebraska tax assessor” se obtendrá como resultado que su evaluador fiscal es Douglas County Assessor; una vez obtenido el nombre hay que buscar su página web, la cual es fácil de encontrar en cualquier buscador al simplemente poner el nombre del evaluador fiscal; en este caso es <http://www.dcassessor.org/> y una vez dentro del sitio web hay que ir a la sección de mapas (<https://douglascone.wgxtreme.com/>) ya que ahí es donde está toda la información fiscal de las propiedades inmobiliarias de ese condado. Una vez allí, con poner simplemente ‘warren buffett’ en la caja de texto que dice ‘Owner Name’ se obtendrá toda la información necesaria acerca de la casa en la que vive el señor Buffett.

Cabe agregar que, en numerosas ocasiones, la búsqueda no será tan sencilla como en el caso anterior debido a que el gerente puede poner la propiedad en la que vive a nombre de su cónyuge o de alguna empresa de la que sea dueño.

¿Apariciones mediáticas o negocios?

Los gerentes que están verdaderamente apasionados por los negocios que operan tienen poco tiempo disponible para eventos sociales externos a la compañía. La biografía que se encuentra en el proxy statement de la empresa que se está analizando es un buen lugar para comenzar la búsqueda de actividades que el gerente realiza pero que no involucran a la empresa de manera directa. Ejemplos de estas actividades pueden ser integrar la junta directiva de otras firmas cotizantes en bolsa o de entidades dedicadas a la caridad. Lo que más importa en esta investigación es obtener una idea aproximada sobre si el gerente está dedicándole una gran cantidad de su tiempo a otras actividades diferentes a dirigir la compañía que se está analizando.

¿En qué clase de actividades filantrópicas está involucrado el gerente?

Las actividades filantrópicas pueden brindar información bastante útil acerca del carácter de un gerente gracias a que, con el objetivo de mostrar transparencia, las entidades dedicadas a la caridad revelan mucha información acerca de sus miembros.

La clave al analizar las actividades filantrópicas de un gerente es lograr distinguir si está genuinamente interesado e involucrado en las causas que esas entidades de caridad abordan o si lo que más le interesa es utilizarlas como apalancamiento para ganar aceptación y reconocimiento social.

En el caso de que la búsqueda de artículos relacionados con un gerente arroje muchos resultados de eventos sociales ligados a obras de caridad en las que está involucrado, esa es una señal de alerta porque es la clase de comportamiento que tienen los empresarios que están más interesados en el reconocimiento social que en el problema que la obra de caridad intenta solucionar.

En los casos más preocupantes, los gerentes llegan a donar dinero de las empresas que dirigen a las entidades de caridad de la que son miembros. Esto no tiene por qué ser en sí mismo algo malo pero la conducta es sospechosa por conflictos de intereses ya que, el gerente podría estar utilizando a la compañía para donar dinero a una entidad de caridad de su interés para ganar de esa manera prestigio social entre sus miembros; es decir, en lugar de que el gerente realice la donación de su propio bolsillo, la hace a través de la empresa y obtiene igualmente reconocimiento social sin haber utilizado su propio dinero.

¿Cómo saber si la entidad de caridad de la que forma parte un gerente ha recibido donaciones o regalos por parte de la empresa que este dirige? Las donaciones de caridad no tienen un procedimiento estándar mediante el que deben reportarse al público así que no necesariamente aparecerán en los documentos que regularmente la empresa debe publicar ante los entes reguladores. En estos casos, lo mejor que puede hacerse es recurrir a los formularios de declaraciones de impuestos de la entidad de caridad, aprovechando que son documentos públicos de libre acceso y que afortunadamente existen organizaciones como GuideStar (<https://www.guidestar.org/>) que permiten buscar en su sitio web los formularios 990 de las fundaciones sin fines de lucro, los cuales describen con bastante detalle las donaciones que recibieron.

¿Son los gerentes ‘eternos estudiantes’?

Los gerentes que tienen pasión por lo que hacen nunca se sienten completamente satisfechos y siempre están buscando nuevas maneras de mejorar la forma en la que gestionan los negocios que tienen a su cargo. Como este ‘empuje’ hacia la mejora continua proviene de la pasión que sienten por lo que hacen es mucho más sólido, resiliente y perdurable en el tiempo que cualquier motivación externa (por ejemplo: en dinero) que puedan llegar a tener.

Es extremadamente importante para los gerentes estar en constante aprendizaje, especialmente si la empresa se encuentra en una industria que está en rápido crecimiento y/o la empresa ha sido exitosa durante un largo periodo de tiempo. Los mejores gerentes en este aspecto son los que, a pesar de su éxito profesional, no consideran eso como un ‘lugar de llegada’ sino como la base sobre la cual continuar creciendo e incorporando conocimiento.

Lo contrario a este tipo de gerentes son los complacientes, es decir, aquellos que consideran que todo está bien como está y que si algo funciona no hay razón para modificarlo. En la mayoría de los casos, lo que esconden estos gerentes bajo esas palabras es falta de pasión por lo que hacen ya que la historia de los mercados financieros está repleta de ejemplos de empresas que eran líderes en su industria (Kodak, Blockbuster, Yahoo! y Blackberry por citar algunos ejemplos) y fueron desplazadas por otras que generaron disrupciones y cambiaron el statu quo así que ser líder en cuota de mercado y tener una propuesta de valor que en la actualidad es aceptada por los clientes no es razón para dejar de mejorar y aprender.

En el libro “Alicia en el país de las maravillas” de Lewis Carroll, la reina de corazones en un momento dice: 'My dear, here we must run as fast as we can, just to stay in place. And if you wish to go anywhere you must run twice as fast as that' (Mi querida, aquí debemos correr tan rápido como podamos solo para mantenernos en el mismo lugar y si deseas ir a algún otro sitio debes correr dos veces más rápido que eso). Esa frase puede aplicarse perfectamente al competitivo ámbito empresarial y por esa razón es que los gerentes que están continuamente aprendiendo se destacan

por sobre los demás, ya que son los que están dispuestos a ‘correr el doble de rápido’ para diferenciarse del resto.

¿Es posible encontrar un momento concreto en el que el gerente haya demostrado integridad?

La respuesta a esta pregunta puede aplicarse solo al CEO pero, de ser posible, lo ideal sería encontrar momentos de integridad en cada uno de los gerentes más importantes de la empresa que se está analizando.

El concepto de ‘integridad’ puede ser equiparado al de honestidad así que, un gerente íntegro es aquel que no dice algo a las personas solo porque es lo que quieren escuchar sino simplemente porque es la verdad.

¿Cómo se determina si el CEO u otro gerente importante de una empresa tienen integridad? Observando su comportamiento a lo largo de los últimos años y verificando si hay consistencia entre lo que dijo e hizo.

Otro modo de verificar consistencia en un gerente es observar la manera en la que actuó en determinado tipo de circunstancias límites ya que nunca se logra conocer completamente a alguien hasta que no se lo ha visto actuar en circunstancias de estrés, adversidad o crisis. Este tipo de situaciones fomenta comportamientos extremos que permiten conocer cómo actúa una persona cuando se enfrenta a situaciones donde todo a su alrededor parece estar saliéndose de control y/o es empujado a situaciones en las que sus límites éticos son puestos a prueba de ser traspasados.

El momento más difícil para evaluar el carácter de un gerente es durante tiempos ‘normales’. Se obtiene información de mucha más calidad sobre la manera de actuar de un gerente cuando las condiciones de la empresa o la industria son adversas así que, al buscar artículos que hablen sobre la empresa o al leer la documentación que se encuentra en su sitio web de relaciones con el inversor, es necesario tomarse el tiempo necesario para buscar artículos, comunicados de prensa, transcripciones de conference calls o SEC Filings de momentos en los que la empresa haya estado atravesando por una mala situación (por ejemplo: recesiones o crisis económicas, problemas con algún producto/servicio, mala cobertura mediática, demandas legales, uno o dos malos trimestres de resultados); gracias a eso, el inversor podrá conocer cómo respondió el equipo directivo de la compañía ante esas situaciones adversas. Si hace poco tiempo que el CEO u otro gerente importante trabajan en la empresa que se está analizando, no habiendo enfrentado hasta el momento situaciones de mucha incertidumbre estando a cargo de ella, aun así es posible buscar información sobre su comportamiento en situaciones de adversidad, pero habrá que buscarla en las empresas para las que trabajaron anteriormente.

Ante una situación problemática y preocupante que esté atravesando una empresa, por el motivo que sea, lo mínimo que se le pide a un gerente es que brinde a los inversores toda la información que pueda sobre lo que está sucediendo dentro de la compañía; no se le pide que no cometa errores ni que sea capaz de predecir el futuro pero sí que, al menos, sea sincero con sus accionistas y que no les oculte información importante por lo que, ante una mala situación de la empresa, la industria o la economía del país, un gerente que se resiste a hablar abiertamente sobre cómo la empresa está siendo afectada y qué es lo que la gerencia está haciendo para lidiar con ello, debería poner en alerta a los accionistas porque está demostrando falta de transparencia y honestidad.

En general, existen unas pocas maneras genéricas en las que los gerentes responden habitualmente a las adversidades que sus empresas están atravesando así que identificarlas ayuda mucho a decidir si el gerente de la empresa que se está analizando es una persona con la que conviene asociarse o no:

- Algunos gerentes se ven completamente sobrepasados por la situación y tratan de evitar enfrentarla, o directamente niegan o menosprecian la gravedad de lo que está sucediendo.
- Algunos gerentes intentan culpar de los problemas a otras personas o a eventos que están fuera de su control. En este tipo de situaciones, lo que suele verse son comunicados de prensa con mucha terminología legal o con un lenguaje deliberadamente ambiguo que brinda poca información concreta, diciendo por ejemplo que están “analizando”, “evaluando” o “encargándose” del problema. Este tipo de comportamiento señala que el gerente, en realidad, no está haciendo algo concreto al respecto, justo en un momento en el que se espera que actúe.
- Algunos gerentes intentan responder inmediatamente ante lo que está sucediendo pero sin detenerse a pensar fríamente en la situación concreta que están enfrentando para posteriormente elaborar un plan de acción detallado que contemple posibles escenarios futuros y consecuencias directas e indirectas de las decisiones a tomar. En numerosas ocasiones, la respuesta inmediata y sin demasiado análisis por parte de un gerente ante una situación negativa e incierta termina llevando a la compañía en una dirección equivocada que provoca eventualmente la destrucción de valor de los accionistas y afecta negativamente la reputación de la empresa. Este tipo de gerentes son los que anuncian despidos masivos de empleados para cortar rápidamente costos en momentos en los que la compañía se enfrenta a una situación de estrés financiero. Dicho de otra manera, toman una decisión de consecuencias permanentes para un problema que bien podría ser temporal (Por ejemplo: si la baja de ingresos se produce porque el país está atravesando una recesión económica).
- Algunos gerentes están dispuestos a solucionar los efectos de los problemas que la situación está generando en la empresa pero dejan sin resolver las causas subyacentes de los mismos; es decir que aplican ‘parches’ que mitigan los efectos de los problemas de manera temporal pero, como no abordan sus causas desde la raíz, está siempre latente el riesgo de que vuelvan a aparecer.
- Los mejores gerentes son los que comunican rápida y abiertamente sus opiniones acerca del problema que la empresa está atravesando, además de describir lo que están haciendo desde

el equipo directivo para solucionarlo. Aun así, esa manera de actuar no garantiza que el gerente sea una persona íntegra así que continúa siendo tarea del inversor verificar si lo que dicen y hacen los gerentes de este tipo es moralmente íntegro.

¿Son los gerentes claros y concisos en su comunicación y manera de actuar con los accionistas?

Los mejores equipos directivos de empresas son claros y consistentes en sus comunicaciones con clientes, empleados, proveedores y accionistas; se esfuerzan en comunicar la información de manera precisa, evitando caer en la manipulación.

Cuanto más transparente es la gerencia con respecto a la situación del negocio, más responsabilidad tiende a asumir sobre el futuro del mismo mientras que, por el contrario, si los gerentes utilizan terminología compleja y ambigua cuando se refieren a las decisiones que están tomando al dirigir los negocios de la empresa, es probable que estén ocultando algún riesgo excesivo que han asumido o alguna mala decisión que han tomado. Brindar información incompleta acerca de lo que está ocurriendo en la compañía es otra forma de ocultamiento de información que utilizan los gerentes para evitar que los stakeholder puedan evaluar con precisión su nivel de competencia para ejercer su cargo y disminuir así las probabilidades de ser reemplazados, aunque al costo de que, como consecuencia de esa falta de información, al inversor le resulte más difícil valorizar la empresa con precisión.

¿De qué manera puede evaluarse si los gerentes de una empresa se comunican con claridad y consistencia?

Leer las cartas escritas por el CEO a los accionistas

Leer en secuencia las cartas a los accionistas escritas por el CEO durante los últimos años ofrece información útil tanto sobre el CEO como sobre la empresa. El escenario ideal es aquel en el que, al leer las cartas, se observa que el CEO comunica sin ambigüedades la manera en la que están marchando los negocios de la compañía. Concretamente, las cartas del CEO deberían describir y explicar:

- ¿Qué le parece importante de los negocios de la empresa?
- ¿Qué es lo que moviliza sus decisiones?
- Los problemas que la gerencia ha detectado.
- Las métricas que consideran importantes para monitorizar la marcha de los negocios de la empresa.

- ¿De qué manera la gerencia planea resolver los problemas que enfrenta la empresa? (esta es tal vez la parte más importante de la carta)

Si en lugar de eso, la carta a los accionistas parece haber sido escrita por alguna agencia de publicidad o es una mera copia de la información que la empresa publica habitualmente en la sección ‘Management’s Discussion and Analysis (MD&A)’ del 10-K (20-F), eso está indicando que probablemente el CEO no está muy interesado en darle a los accionistas información acerca de cómo piensa la empresa e intenta hacerla crecer.

Si el lector desea conocer un gran ejemplo de cartas a los accionistas escritas por un excelente CEO, se sugiere que lea las cartas de Warren Buffett a los accionistas de Berkshire Hathaway, prestando especial atención al esfuerzo que hace Buffett por detallarles de la manera más simple y clara posible a sus accionistas la manera en la que él piensa la inversión en empresas, la manera en la que están marchando los negocios de Berkshire y las perspectivas que tiene para el presente año.

Leer las transcripciones de las conference calls

Una vez que el inversor tiene un gran entendimiento de los negocios de una empresa puede leer las transcripciones textuales de lo ocurrido en las conference calls que se realizan cada trimestre luego de la publicación de balances y resultados, sobre todo si no tiene forma de acceder a hablar con los gerentes de manera directa, por ejemplo mediante una entrevista. Estas transcripciones son una buena fuente de información para quien busca conocer de qué manera se expresan, piensan y actúan los gerentes de las empresas.

En cada conference call es prácticamente seguro que hay algún problema que la empresa está enfrentando y seguramente se le hace al CEO u otro gerente de la compañía alguna pregunta al respecto por lo que, es interesante analizar cómo responden a ese tipo de cuestionamientos. ¿Son los gerentes abiertos y honestos en sus respuestas o se nota un intento de evadir ese tema?

¿Cuántas preguntas quedaron sin responder en la conference call? Un aspecto importante al que hay que prestarle especial atención es la utilización de excusas por parte del gerente para no responder directamente algunas preguntas, diciendo por ejemplo que la respuesta a una consulta es ‘información propietaria o confidencial’; muchos gerentes recurren a la excusa de decir que no pueden compartir cierta información con los accionistas por razones de competitividad, la cual paradójicamente resulta ser una señal de alerta bastante efectiva de gerentes que no están siendo honestos con sus accionistas porque, si la estrategia de negocios de una empresa está basada en ocultar información a los competidores en lugar de superarlos en su propio juego, es mucho menos probable que la empresa tenga una ventaja competitiva sólida que le permita a sus productos/servicios vencer a los de la competencia de manera consistente a largo plazo.

Si las preguntas que quedaron sin respuesta en la conference call bajo la excusa de ‘información propietaria’ son de naturaleza financiera, habiéndose indagado, por ejemplo, acerca de detalles de la financiación futura de la compañía, eso no remite mayores problemas y está bien si la gerencia no desea dar detalles al respecto pero, si las preguntas no respondidas están relacionadas específicamente con detalles de los negocios de la empresa (Por ejemplo: marketing, empleados, producción, fusiones, adquisiciones o asuntos legales), la gran mayoría de las veces esa no es información propietaria así que el gerente debería ser capaz de responder a este tipo de preguntas sin inconvenientes.

Otro aspecto negativo de cierto tipo de gerentes que se observa en las conference calls es que, en muchas ocasiones, no responden las preguntas sino que reaccionan a ellas; es decir que, ante una pregunta que no parecen tener deseos de responder, comienzan a divagar en detalles que son poco relevantes pero que dan la idea de que están respondiendo a la pregunta sin que, al final, quede muy claro lo que quisieron decir con su respuesta.

La primera parte de las conference calls consiste normalmente en el CEO o CFO leyendo un escrito que han preparado para la ocasión. Una gran cantidad de tiempo de la conference call se consume en esta parte e incluso muchas veces los gerentes la prolongan en exceso para disminuir el tiempo dedicado a responder preguntas. Si en alguna empresa ocurre lo contrario, es decir que los gerentes eliminan completamente la primera parte del escrito (dejándolo disponible en el sitio web de la empresa para quien desee leerlo) con el objetivo de dedicarle todo el tiempo disponible de la reunión a responder preguntas, eso habla muy bien del gerente y del trato que desea brindarle a los accionistas.

¿Cómo se comunican los gerentes cuando la empresa está afrontando adversidades?

Los mejores gerentes con los que conviene asociarse son los que no ponen excusas en los contextos de adversidad para no comunicarles a clientes, accionistas, empleados o proveedores lo que está sucediendo y cómo eso está afectando a los negocios de la compañía. Por el contrario, los gerentes íntegros se comunican abiertamente con cualquiera de los stakeholders para darles detalles de lo que está ocurriendo en la empresa cuando, por ejemplo, la economía está en recesión o las ventajas competitivas de la compañía están siendo atacadas por la competencia.

Los peores gerentes para asociarse son los que, cuando la compañía enfrenta problemas relevantes, piensan siempre en primer lugar en cómo esos problemas los afectan a ellos y de qué manera pueden salir lo mejor parados posible de esa situación. En esas circunstancias, ese tipo de gerentes suele recurrir a comunicados de prensa muy técnicos para explicar los problemas que la empresa está enfrentando, llenos de terminología legal y/o contable que nunca aborda realmente la explicación de dichos problemas sino que orbita alrededor de ellos de manera indefinida.

¿La gerencia solo enfatiza las buenas noticias en sus comunicaciones?

En los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) las empresas generalmente incluyen una serie de métricas que utilizan para mostrarles a los accionistas cómo vienen evolucionando los negocios de la compañía, aunque al no tratarse de una sección estandarizada de los SEC Filings, no cuenta con un nombre estandarizado, fácil de buscar e idéntico para cada empresa sino que, en algunas empresas puede aparecer como ‘Key Metrics’, en otras como ‘Selected financial data’ y en otras directamente puede ser incluida como parte del ítem titulado ‘Management’s Discussion and Analysis (MD&A)’. En esta ‘sección’ o ‘sub-sección’ de los SEC Filings, los gerentes tienen discrecionalidad para incluir las métricas financieras o de negocios que consideren importantes para entender, de manera resumida, la situación general de los negocios de la compañía así que, aquello que los gerentes deciden incluir allí y la manera en la que eligen reportarlo, de alguna manera le indica a los accionistas y al mercado en general lo que los gerentes quieren enfatizar y lo que no.

Algunas preguntas útiles que un inversor debería intentar intentarse responder al estar evaluando las habilidades de comunicación de un gerente son:

- ¿Es fácil de entender lo que expresa el gerente cuando habla o escribe? Un gerente debe ser capaz de expresarse de manera clara para que así lo entiendan todos sus accionistas o, al menos, la gran mayoría de ellos. El uso de lenguaje muy técnico en sus explicaciones y las argumentaciones carentes de claridad conceptual son señales que evidencian falta de habilidades de comunicación, en el mejor de los casos, o falta de integridad, en el peor.
- ¿Se aprende algo de lo que el gerente dice o escribe? Luego de haber leído, escuchado o visto declaraciones realizadas por el gerente es interesante preguntarse a uno mismo si, además de informativas, fueron también didácticas y educativas con respecto a cómo gestionar un negocio o cómo invertir. Si la respuesta es afirmativa quiere decir que, a juicio del inversor, la empresa está gestionada por un gerente muy competente ya que, para ser capaz de enseñar a otros conceptos complejos de manera efectiva, primero es necesario dominarlos a nivel personal; por el contrario, si el inversor se encuentra deseando hablar con los gerentes de la empresa en la que ha invertido para enseñarles algunos conceptos que les servirían para gestionar mejor el negocio, esa claramente es una señal de que el equipo directivo de la empresa no es lo suficientemente competente para llevarla al éxito.
- ¿Usan los gerentes mucho ‘lenguaje corporativo’? El uso de mucha jerga corporativa o de frases genéricas que impiden al accionista discernir sin ambigüedades lo que el gerente está específicamente queriendo decir pueden indicar que el gerente no entiende verdaderamente los negocios de la empresa o que está más enfocado en la promoción de su propia persona que en gestionar correctamente la compañía.
- ¿Tiene el gerente un doble discurso? Este tipo de situaciones ocurre cuando un gerente sostiene dos proposiciones (a veces en la misma frase) que son contradictorias entre sí.

Siempre es una mala señal detectar doble discurso en un gerente debido a que difícilmente es algo que se hace de manera involuntaria. Este tipo de comportamientos revela en un gerente un intento de auto-preservación frente a situaciones que cuestionan el resultado de decisiones que ha tomado por lo que demuestra falta de claridad en la comunicación y un deseo por poner sus intereses personales por encima de lo que es mejor para la compañía y sus stakeholders.

¿Piensan los gerentes de manera independiente evitando dejarse influenciar por lo que otros en su industria están haciendo?

Uno de los desafíos más difíciles que enfrentan los gerentes es ser testigos de las ganancias que sus competidores están obteniendo y no dejarse llevar por la tentación de copiarlos; la importancia de esto es crucial debido a que, en muchos casos, esas ganancias desmedidas que obtienen muchas empresas provienen de fuentes insostenibles.

En cada empresa hay siempre diferentes tipos de accionistas y uno de ellos son los que presionan constantemente a los gerentes para maximizar las ganancias a corto plazo y aprovechar cualquier oportunidad de la que la competencia esté beneficiándose. Un ejemplo muy famoso de esto fueron los gerentes que rehusaron participar con una gran cantidad de capital del negocio de las hipotecas subprime al considerarlo muy riesgoso para el perfil de sus bancos de inversión. Jamie Dimon, CEO de J.P. Morgan fue uno de ellos. Durante años estos gerentes fueron duramente criticados por sus accionistas debido a que estaban dejando pasar la oportunidad de hacer negocios en un mercado muy lucrativo pero luego, cuando estalló la burbuja inmobiliaria, las empresas que ellos dirigían fueron capaces de soportarla mientras otros bancos de inversión quebraban, e incluso fueron capaces de fortalecer sus negocios gracias a las oportunidades de inversión que pudieron aprovechar cuando los precios de todo tipo de activos financieros se derrumbaron.

Los mejores gerentes son los que siempre mantienen para los negocios de la empresa un enfoque de resultados positivos, crecientes y perdurables a largo plazo, lo cual implica que a menudo invierten capital en proyectos de inversión que recién comenzarán a generar resultados positivos para la compañía luego de varios años de gestación. Por ejemplo: Jeff Bezos, fundador de Amazon.com, siempre se caracterizó por el enfoque de largo plazo con el que acostumbraba invertir las ganancias de su empresa, a tal punto que, cuando le han consultado sobre eso en entrevistas ha respondido que “Cuando algunos inversores felicitan a Amazon por el éxito obtenido en un periodo siempre les digo

que, si hemos tenido un buen trimestre, es por el buen trabajo que hicimos tres, cuatro y hasta cinco años atrás, no porque hayamos hecho un gran trabajo específicamente en este trimestre⁵⁷.

Una manera de verificar si los gerentes piensan de manera independiente es observar si habitualmente están comparándose con empresas competidoras o si, mediante sus decisiones, están intentando copiar lo que está haciendo un competidor. Es muy difícil para una empresa copiar el éxito de un competidor así que, cuando se observa que una empresa intenta copiar lo que cree que hace que el competidor sea exitoso, esa puede ser una señal de que su equipo directivo no tiene un plan propio para los negocios de la compañía que está dirigiendo.

Por ejemplo: Durante la gestación de la burbuja .COM a finales de la década de los 90s hubo empresas tecnológicas y de otros sectores que intentaron capturar algo del 'éxito' que estaban teniendo las principales compañías que se estaban beneficiando de la euforia que se estaba apoderando del mercado, para lo cual sus gerentes emplearon diversas estrategias para, básicamente, dar la apariencia de que sus empresas estaban incorporándose a la nueva tendencia de internet. Una de las estrategias más cuestionables (pero muy efectiva) fue la que comentan Cooper, Raghavendra, Orlin (2001) y que consistió en cambiar el nombre de la compañía agregándole .com al final del mismo. Es decir, mediante esta estrategia los gerentes no estaban ocupándose de las necesidades de los clientes ni mejorando la propuesta de valor de la compañía sino meramente copiando las estrategias que sus competidores estaban utilizando en un intento por capturar la atención mediática y subas del precio de las acciones que estos estaban experimentando.

En resumen, es necesario ser cuidadoso con las empresas que anuncian productos/servicios similares a los de sus competidores y cuya principal razón de ser es un intento por capturar parte del éxito que los competidores están teniendo. En la mayoría de los casos, el hecho de que la estrategia de negocios de una empresa se base principalmente en copiar a la competencia termina con destrucción del valor de los accionistas.

¿El CEO intenta promoverse a sí mismo?

Es necesario ser cuidadoso al invertir en empresas cuyo CEO intenta promoverse a sí mismo o tiene una personalidad bastante grandilocuente. Estos CEOs son a menudo populares en medios de comunicación y aparecen de manera regular en revistas de negocios siendo entrevistados o haciendo declaraciones referidas a las empresas que dirigen. En definitiva, esta clase de CEO hace de sí mismo una marca que promociona por encima de la compañía que dirige.

Este tipo de CEOs es sencillo de identificar debido a que es común verlo alardear acerca de sus logros profesionales y emplear discursos ensayados y articulados al hacer declaraciones públicas. Se caracterizan por ser personas con mucho carisma, extravagantes, tendientes a ser siempre el centro

⁵⁷ <https://www.newsweek.com/why-bezos-was-surprised-kindles-success-75509>

de atención, con grandes habilidades de vendedor, con buenas habilidades argumentativas para ganar discusiones y con actitudes de sentirse más inteligentes que los demás, aunque en muchas ocasiones, estos rasgos de personalidad esconden problemas subyacentes ligados a los mismos.

La mayoría de las juntas directivas que eligen a este tipo de personas de fuerte voluntad y hasta egocéntricas como CEOs lo hacen porque consideran que son capaces de lidiar exitosamente con desafíos de mucha dificultad pero, además de sus útiles habilidades para enfrentar esos contextos, es necesario tener en cuenta que las personalidades de estos CEOs los hacen propensos a generar problemas debido a que gastan demasiado tiempo y energía enfocados en intentar cumplir con las expectativas de Wall Street en lugar de dedicarse completamente a gestionar con éxito los negocios de la empresa.

Otra manera de identificar a este tipo de gerentes es consultar el sitio web de relaciones con el inversor de la empresa para ver a cuántos eventos de Wall Street asisten mensualmente el CEO, CFO y otros de sus gerentes importantes. Si alguno de los gerentes está presente en tres o más eventos mensuales de ese tipo y eso persiste por varios meses, es bastante probable que se esté en presencia de un gerente que está más enfocado en Wall Street que en las operaciones de la empresa que debe dirigir aunque, como siempre, hay excepciones, por ejemplo si la industria a la que pertenece la compañía forma parte del sector financiero o si la empresa está intentando en ese momento conseguir financiamiento en el mercado de capitales.

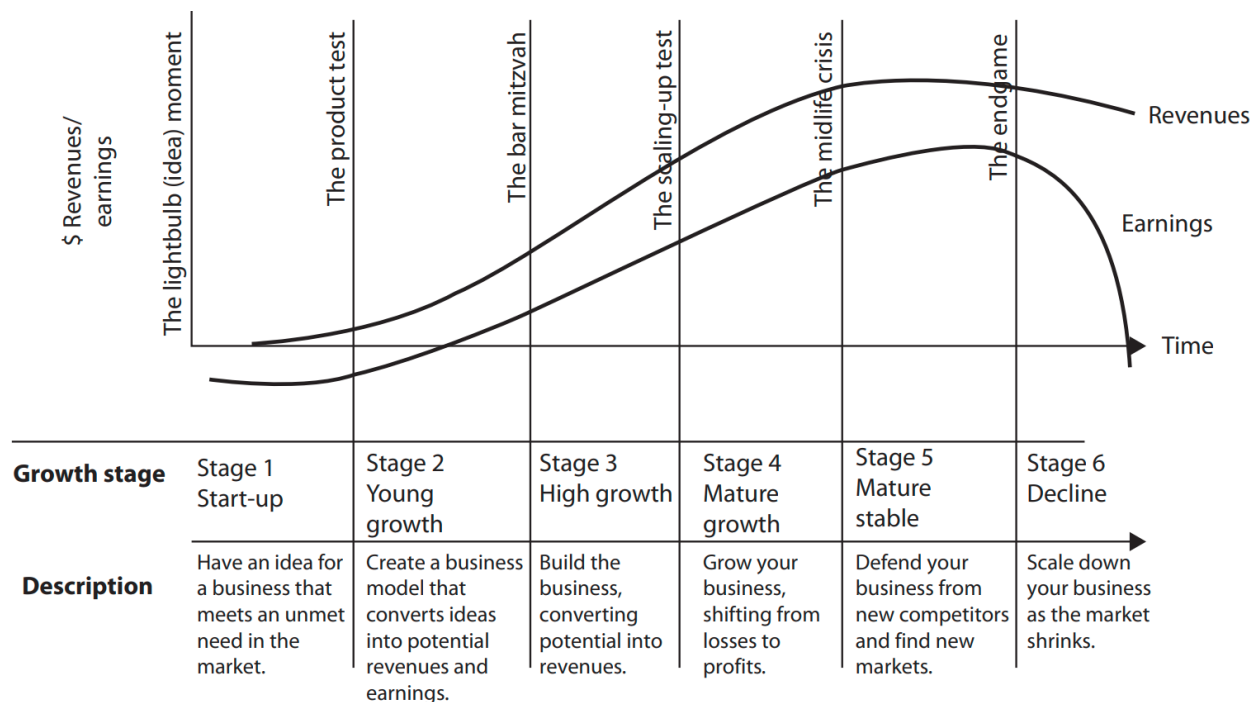
Otras maneras en las que el CEO u otros gerentes importantes de una empresa pueden intentar promocionarse a sí mismos o promover las acciones de la compañía es utilizar una gran cantidad de su tiempo apareciendo en programas televisivos, hablando en programas de radio o brindando declaraciones a la prensa escrita. Este comportamiento denota que el gerente, o bien está aprovechando su posición en la empresa para promocionarse como profesional o está intentando atraer la atención de los inversores hacia las acciones de la compañía. Sea como sea, mucho cuidado con los gerentes que se focalizan principalmente en lograr que el precio de las acciones de la empresa suba; intuitivamente puede parecer que es bueno ver eso en un gerente pero no es así porque, como ya se ha comentado anteriormente, es muy grande el daño que pueden hacerle los gerentes a los fundamentos de las empresas si intentan por todo los medios hacer subir cada trimestre a cualquier costo el precio de sus acciones.

Muchos de los CEOs cuyas empresas obtienen los rendimientos más altos en Wall Street son desconocidos y no se auto-promocionan porque prefieren mantener un perfil bajo, pasando su tiempo con los empleados, clientes, proveedores y accionistas en lugar de hacerlo con miembros de la prensa o analistas de Wall Street. En última instancia, la mejor promoción de sí mismo que puede hacer un gerente es trabajar para crear una gran cantidad de valor para sus accionistas y que ese valor, además, sea sostenible a largo plazo gracias a las ventajas competitivas amplias y sólidas que logró crear mediante las decisiones que tomó al frente de la compañía.

¿El actual CEO de la empresa es el adecuado para el momento del ciclo de vida que está atravesando?

En su libro titulado “Narrative and Numbers. The Value of Stories in Business” publicado en 2017, Aswath Damodaran afirma que las empresas crecen, se desarrollan y envejecen como lo hacen los seres humanos, presentando características diferentes en cada una de las etapas que atraviesan durante su ciclo de vida. Esto es así a tal punto que las características en las que tiene que sobresalir el CEO ideal para dirigir las en una etapa son diferentes de las que debe poseer el CEO ideal para dirigir las en otra.

A continuación se muestra el gráfico de las diferentes etapas del ciclo de vida corporativo:

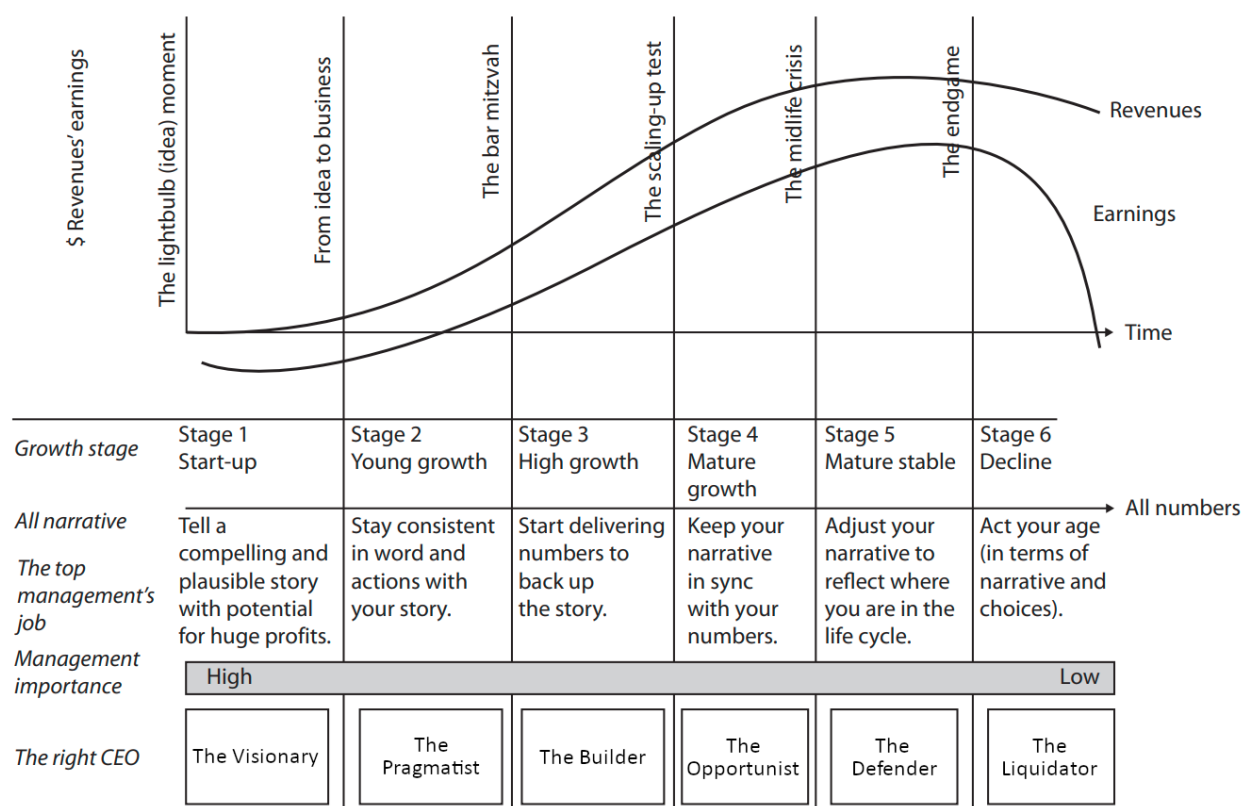


Fuente: Damodaran (2017)

En cada una de estas etapas los ingresos y ganancias de la compañía experimentan una situación diferente a la de las otras, lo que le permite al inversor que la está analizando poder ubicarla rápidamente en el gráfico anterior para así valuarla con proyecciones a futuro sensatas que cuadren con el momento del ciclo de vida que está atravesando. Por ejemplo: sería un error valuar una empresa que está transitando la etapa 5 de ‘madurez estable’ proyectando para ella un crecimiento de sus ingresos de más del 10% anual promedio para los próximos 5 a 10 años ya que, simplemente, los fundamentos de una compañía que se encuentra en esa etapa no tienen el potencial para lograr eso. Es cierto que han habido historias de ‘rejuvenecimiento’ e incluso de ‘renacimiento’ de

empresas a lo largo de la historia de los mercados financieros (Apple y Microsoft son dos claros ejemplos de eso) pero también es cierto que son la excepción y no la regla así que, al valorizar una empresa que se encuentra transitando la etapa 5, lo más sensato que se puede hacer al proyectar sus cashflows a futuro es considerar que se mantendrá en esa etapa de manera indefinida o que incluso pasará a etapa 6, pero no que rejuvenecerá volviendo a la etapa 4 o 3.

En cada una de las etapas del ciclo de vida de una compañía la narrativa acerca del futuro de la misma como así también la importancia de su CEO van cambiando, siendo ambos elementos cada vez menos importantes a medida que la empresa va envejeciendo. El cuadro que se encuentra a continuación resume esta situación:



Fuente: Damodaran (2017)

Tal como lo muestra el gráfico anterior, el tipo de CEO correcto para una empresa cambia dependiendo del momento del ciclo de vida que está atravesando. Cada uno de esos tipos de CEO tiene características diferentes en las que se destacan:

- El visionario:** En la etapa más temprana del ciclo de vida de una empresa, cuando está desarrollando una propuesta de valor basada en una idea y ni siquiera cuenta con un modelo de negocio definido, su CEO debe ser un visionario capaz de pensar 'fuera de la caja', de manera disruptiva y capaz de desarrollar una narrativa acerca del futuro de la compañía que

sea lo suficientemente ambiciosa y convincente como para atraer y mantener comprometidos con la empresa a empleados e inversores.

- **El pragmático:** Para lograr convertir una idea en una propuesta de valor concreta la historia muestra que, para este cometido, el pragmatismo es mucho más apropiado que la visión abstracta debido a que se requiere de la toma de decisiones específicas acerca de diseño, desarrollo, producción, marketing y ventas para convertir una idea en un negocio.
- **El constructor:** A medida que los productos/servicios ofrecidos por una empresa aumentan en ventas se vuelven cruciales las habilidades del gerente para terminar de definir el modelo de negocio y construir todas las infraestructuras de capital físico, financiero y humano necesarias para implementarlo con éxito y en su plenitud. Estas tareas no son tan emocionantes como venderle al mercado una visión futura de la compañía pero son críticas para el éxito del negocio.
- **El oportunista:** Una vez que la idea inicial se ha convertido en un negocio exitoso, lo que necesita la empresa para continuar incrementando sus ingresos y ganancias es expandirse geográficamente y/o ampliar sus líneas de productos o servicios existentes. Por esa razón, un CEO que tenga el conocimiento, experiencia e intuición necesarios para detectar oportunidades de crecimiento latentes y que actúe rápidamente para aprovecharlas es capaz de hacer una gran diferencia en esta etapa.
- **El defensor:** Cuando las empresas ingresan a la etapa tardía de su crecimiento se vuelve imperativo para ellas la búsqueda de nuevos mercados y la defensa de su cuota de mercado existente. Por esa razón es que, en esta etapa, el fortalecimiento de sus fosos defensivos (ventajas competitivas) que le permiten a la empresa proteger sus ingresos de la competencia cobra una mayor importancia que el desarrollo de nuevos productos/servicios.
- **El liquidador:** Tan difícil como su etapa inicial es para una compañía su etapa de declive en la que cierra o vende las partes que constituyen su propuesta de valor. La persona a cargo de dirigir la compañía durante este proceso debe ser capaz de tolerar toda la emocionalidad negativa que el mismo trae aparejado, tanto desde dentro como desde fuera de la empresa. Aun así, este tipo de CEO es también el que tiene la posibilidad de darle a la compañía una nueva vida si logra deshacerse exitosamente de sus negocios improductivos, reducir su deuda y su burocracia interna y definir una propuesta de valor más magra que la que tuvo en sus etapas anteriores pero con posibilidades de volver a generar un crecimiento de sus ingresos y ganancias.

Ante la necesidad de nombrar a un nuevo CEO para una compañía, son muchos los errores que pueden cometer sus juntas directivas al intentar designar a la persona correcta para ocupar tan importante cargo. Un error habitual es designar como CEO a una persona que proviene de una empresa que está en una etapa muy diferente a la que está atravesando la compañía y que tal vez incluso no cuente con experiencia en empresas que se encuentren en esa etapa del ciclo de vida corporativo. Por ejemplo: en 2017 Uber estaba buscando un nuevo CEO y uno de los nombres que se mencionaban era el de Jeff Immelt quien desde 2001 se venía desempeñando como presidente de General Electric; es decir que una empresa como Uber, que se encontraba en la etapa 3 de su ciclo

de vida, estaba considerando designar como CEO a una persona que hacía 16 años que ocupaba el puesto de presidente de una empresa que se encontraba en etapa 6. Afortunadamente para Uber, Immelt descartó la propuesta.

Otro error al que están expuestas las juntas directivas al buscar un nuevo CEO para una empresa es el de seleccionar intencionalmente a un CEO que proviene de empresas que se encuentran en una etapa diferente a la que está atravesando la compañía con la intención de que las características destacadas de ese CEO se vuelquen en la empresa. Esto sucede habitualmente en compañías que se encuentran en la etapa 5 o 6 de su ciclo de vida y ocurre porque la junta directiva asume que contratar a un CEO visionario generará una ‘reencarnación’ o un ‘renacimiento’ de su propuesta de valor, sus ingresos y sus ganancias. A pesar de que la ilusión de volver a convertir a una empresa madura o en declive en una compañía innovadora y en crecimiento es totalmente entendible, las probabilidades del CEO para lograrlo están en su contra, terminando muchas veces con la compañía en peores condiciones que las anteriores y con la imagen profesional del CEO dañada.

Una situación que no podría considerarse como un ‘error’ de la junta directiva pero sí como un potencial generador de problemas futuros ocurre cuando el CEO de una empresa está correctamente alineado con la etapa del ciclo de vida que sus negocios están atravesando pero que luego falla en ‘acompañarla’ cuando la empresa cambia de etapa. Un ejemplo de eso sería una empresa que se encuentra en etapa 2, con un CEO visionario y pragmático, que comienza a transitar la etapa 3 de rápido crecimiento en sus ingresos pero cuyo CEO falla en desarrollar las habilidades del ‘constructor’ que la empresa necesita en ese momento para continuar creciendo. Eso fue justamente lo que le sucedió a Uber que tuvo en su fundador y CEO Travis Kalanick a una persona visionaria y disruptiva, lo cual lo convirtió en el CEO ideal para esa etapa de su ciclo de vida pero que posteriormente demostró no estar capacitado para abordar la enorme tarea de convertir su propuesta de valor en un modelo de negocio sólido y consolidado que comenzase a generar ganancias para sus accionistas.

Las consecuencias de estos desfases entre CEOs y las etapas en las que se encuentran las compañías que dirigen pueden ir desde las casi inexistentes hasta las catastróficas:

- **Escenario benigno:** El CEO reconoce que no tiene las habilidades de gestión que demanda la compañía en esa etapa de su ciclo de vida y busca algún socio o algún otro gerente al que le da poder y autoridad para tomar decisiones y realizar los cambios que la empresa necesita. Por ejemplo: En su primer periodo al frente de Apple, Steve Jobs casi hace fracasar a la compañía debido a que, aunque era un visionario, no tenía en ese momento las habilidades del CEO pragmático que la empresa estaba necesitando, lo cual fue corregido por Jobs en su segundo periodo al frente de Apple cuando contrató como gerente ejecutivo de operaciones a Tim Cook diciéndole que él (Jobs) se ocuparía de la visión de la compañía, explicándole al público por qué Apple era una empresa innovadora y diferente mientras que delegaba en Cook el poder para tomar las decisiones necesarias para que los productos y servicios que

corporizaban la visión de Jobs pudiesen efectivamente ser desarrollados, producidos y vendidos al público.

- **Escenario Maligno:** El CEO no reconoce que no es la persona apropiada para estar al frente de la compañía e insiste en seguir adelante con decisiones que destruyen el valor de los accionistas.
- **Escenario Intermedio:** La junta directiva reconocer que el CEO de la compañía no es la persona apropiada para estar al frente de la misma y lo reemplaza. En este caso, se ha destruido valor de los accionistas pero se ha evitado el escenario maligno así que la empresa puede a partir de allí comenzar a recuperarse y volver a crear valor si el nuevo CEO es una persona que cuenta con las habilidades que la empresa necesita para ese momento de su ciclo de vida.

Al estar analizando una empresa, es necesario que el inversor determine si su CEO actual es la persona apropiada para la etapa del ciclo de vida que está atravesando ya que, como se ha visto, si hay un desfase entre el tipo de CEO y la etapa del ciclo de vida en la que se encuentra en ese momento la empresa que está dirigiendo, eso puede provocar potencialmente mucha destrucción de valor de los accionistas en el futuro, mientras que lo contrario ocurre cuando las características del CEO están alineadas con la etapa del ciclo de vida en la que se encuentra la compañía, pudiéndose crear potencialmente una gran cantidad de valor para sus accionistas en el futuro gracias a ello.

Paso 9: Oportunidades de crecimiento

Las empresas cuyos negocios crecen superando en rentabilidad al costo ponderado del capital crean valor para sus accionistas. La principal ventaja de invertir en una empresa que crece es la posibilidad de beneficiarse de la capitalización compuesta que brinda ese tipo de inversión, de una manera que, además, es eficiente desde el punto de vista fiscal. Aun así, en los mercados financieros todo tiene un costo y, en el caso de las empresas que están en una etapa de crecimiento, ese costo está representado por la incertidumbre que trae consigo el propio crecimiento; siempre hay incertidumbre con respecto al futuro de cualquier empresa pero, cuando se trata de compañías que están creciendo, en el valor de la compañía que el inversor está pagando se encuentran descontadas no solo sus ganancias actuales sino una importante proporción de ganancias futuras, las cuales pueden modificar mucho el valor futuro de la empresa (para bien o para mal) si posteriormente resultan ser muy diferentes a las esperadas. Las empresas que están en una etapa de crecimiento obligan a los inversores que desean valuarlas a estimar a qué ritmo este continuará en el futuro y por cuanto tiempo lo hará, lo cual provoca que sea mucho más difícil realizar una valuación fiable de una empresa que se encuentra en crecimiento que de una empresa que ya ha llegado a la madurez.

¿Los negocios de la empresa crecen de manera orgánica o lo hacen a través de fusiones y adquisiciones?

La manera más directa de responder a esta pregunta es consultar el estado de flujo de fondos (cashflow statement) que se encuentra en los 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) ya que allí hay una sección denominada 'Investing Activities' y dentro de ella hay un ítem específicamente dedicado a las adquisiciones. Una vez encontrada esa información, el paso siguiente consiste en calcular el porcentaje del cashflow de las operaciones que ha sido gastado en adquisiciones durante al menos los últimos 5 años. En un extremo se encuentran las empresas que han gastado una parte muy pequeña del cashflow de sus operaciones en adquisiciones y, por lo tanto, puede afirmarse que son empresas que crecen de manera orgánica mientras que, en el otro extremo, se encuentran las empresas que gastan la mayor parte del cashflow de sus operaciones en adquisiciones y, por esa razón, se las conoce como 'adquisidores seriales', dejando en mitad de esos extremos a las empresas consideradas como 'adquisidores selectivos', que son aquellas que solo realizan adquisiciones específicas cuando el precio a pagar por ellas es muy bajo o cuando la empresa que están adquiriendo les acelera la obtención de los objetivos establecidos en su plan estratégico.

Por ejemplo: Una empresa que es considerada como un 'adquisidor serial' es Constellation Software Inc. ya que, si se observan sus estados de flujo de efectivo de sus reportes trimestrales y anuales se comprobará que el porcentaje del cashflow de las operaciones utilizado para adquisiciones llega a superar el 90% en algunos periodos.

Las empresas que crecen de manera orgánica evitan tener que pagar un precio adicional por adquirir nuevos clientes. Adicionalmente, no tienen que preocuparse por dedicar tiempo a integrar los negocios y empleados de la empresa adquirida con los suyos propios.

Los adquisidores selectivos por lo general no adquieren a otras empresas para ganar economías de escala en sus negocios actuales sino que lo hacen para expandir ágilmente sus líneas de negocio, de tal manera de no tener que gastar una gran cantidad de tiempo en obtener el conocimiento y la experiencia necesaria para desarrollar exitosamente, desde cero, esos nuevos negocios.

En el caso de los adquisidores seriales, los principales riesgos que corren son el de pagar valuaciones muy altas por las empresas que adquieren o tomar una cantidad excesiva de deuda para realizar adquisiciones.

Las tres maneras de hacer crecer una empresa mencionadas en los párrafos anteriores cubren básicamente todas las maneras en las que la gerencia de una firma puede generar crecimiento, y en cada una de ellas es posible alcanzar el éxito. Aun así, existe sin dudas un riesgo mayor al intentar crecer mediante adquisiciones debido a que esta estrategia puede provocar que la empresa termine tomando demasiada deuda, pagando un precio muy alto por las empresas que adquiere o viéndose imposibilitada para integrar su cultura con la de la empresa adquirida.

Es muy importante para un inversor que está analizando una empresa poner en contexto el crecimiento que están teniendo sus diferentes negocios con respecto a sus ingresos totales ya que, por ejemplo, un gerente podría declarar que un segmento de negocios de la empresa ha tenido un crecimiento del 50% durante el último año pero, si ese segmento representa menos del 5% de los ingresos totales de la compañía, por más que haya tenido un gran crecimiento, no es capaz de incrementar significativamente el valor total de la empresa. Como regla general, siempre que se analice el crecimiento de los ingresos de un negocio debe hacerse poniéndolo en proporción al valor de los ingresos desde el que partió.

¿Cuál es la motivación que tiene el equipo directivo para hacer crecer el negocio?

Es normal que en las empresas exista presión sobre el equipo directivo para que impulsen el crecimiento de los ingresos de la compañía debido a que, en la gran mayoría de los casos, eso repercute directa y positivamente en el valor de la empresa y, por lo tanto, también genera aumentos en el precio de las acciones. Ahora bien, esa presión puede terminar eventualmente provocando que los gerentes cometan errores, especialmente si el crecimiento de los negocios que conforman el núcleo de la propuesta de valor de la empresa se desacelera y, como resultado de eso, buscan generar crecimiento mediante nuevas iniciativas, nuevos negocios o realizando adquisiciones de negocios no relacionados (o débilmente relacionados) con sus negocios existentes. Las adquisiciones, como se ha visto anteriormente, pueden fallar por diferentes motivos así que siempre entrañan un riesgo para la empresa adquiriente y, si ese termina siendo el caso de una empresa que, viendo agotado el crecimiento orgánico de sus principales negocios ha recurrido a las adquisiciones como forma de continuar creciendo, sus gerentes se verán obligados a gastar una cantidad importante de tiempo vendiéndolos o incluso cerrándolos, en el peor de los casos.

Por todos estos motivos es que un inversor siempre debe recibir con cautela y hasta preocupación el hecho de que los gerentes de una empresa lancen nuevas iniciativas para generar crecimiento en los ingresos por fuera de lo que hasta ese momento han sido los principales negocios de la compañía. Esto es así debido a que, ese tipo de situaciones tiene tantas variables que son nuevas y/o difíciles de controlar por parte de los gerentes que fomentan un aumento de las probabilidades de que la gerencia cometa errores y se termine destruyendo valor de los accionistas.

Por ejemplo: Jack Greenberg se convirtió en el cuarto CEO de McDonald's en 1999, en un contexto en el que el crecimiento de los ingresos de la compañía estaba comenzando a desacelerarse a medida que su crecimiento en mercados internacionales estaba llegando a una etapa de madurez y el aumento de la preocupación de la población por las consecuencias de la 'comida chatarra' en la salud afectaban negativamente su consumo. En respuesta a esa situación, Greenberg anunció una estrategia que consistía en mejorar el negocio núcleo de la compañía (la venta de franquicias) pero

que, al mismo tiempo, buscaría nuevas iniciativas de crecimiento mediante la adquisición de otras cadenas de restaurantes como Chipotle, de quien McDonald's llegó a ser dueña del 90% de sus acciones. El resultado de todas estas iniciativas fue que en 2001 la empresa tuvo, por primera vez en su historia, un trimestre con pérdidas netas y, como el negocio núcleo de la compañía continuaba deteriorándose, Greenberg terminó renunciando. Quien lo sucedió fue James Cantalupo, una persona que formaba parte de la empresa desde hacía 28 años y sus primeras declaraciones consistieron en afirmar que McDonald's había estado intentando hacer demasiadas cosas diferentes a la vez y que eso desenfocaba los esfuerzos de gerentes y demás empleados así que decidió vender o cerrar la mayoría de las adquisiciones realizadas previamente, durante el mandato de Greenberg. Algunas de las desinversiones, como la venta de la participación de McDonald's en Chipotle, terminaron luego resultando ser malas decisiones pero, a nivel agregado, la estrategia llevada adelante por Cantalupo consistente en volver a focalizarse en fortalecer el negocio núcleo de la compañía fue exitosa, como lo demostró la suba que tuvo el precio de las acciones de la empresa durante su mandato como CEO.

¿El crecimiento pasado de la empresa estuvo acompañado de rentabilidad positiva?

A pesar de que sea contraintuitivo, no siempre es bueno para una empresa que sus ingresos crezcan ya que existen casos en los que el incremento de los ingresos destruye valor como ocurre, por ejemplo, cuando una empresa toma cantidades incrementales de deuda para forzar el crecimiento de sus ingresos (a veces en base a adquisiciones) y el costo de capital crece más rápido que la rentabilidad del capital.

Para que el crecimiento de sus ingresos le agregue valor a una empresa, su rentabilidad operativa debe ser positiva así que, para evaluar si históricamente el crecimiento de una empresa ha sido rentable, es necesario conocer cómo se han comportado sus márgenes de rentabilidad bruta y operativa a medida que variaba la cantidad de unidades vendidas durante los últimos tres a cinco años. Dicho de otra manera, a medida que la cantidad de unidades vendidas por la compañía en el pasado se incrementaba ¿Sus márgenes de rentabilidad bruta y operativa aumentaban, permanecían igual o se reducían?

El paso siguiente consiste en comparar el resultado operativo promedio, medido en términos monetarios, que obtuvo la empresa por cada transacción realizada durante los últimos tres a cinco años. ¿Cómo es la tendencia de la variación del resultado operativo por unidad vendida? ¿Alcista, bajista o lateral? El escenario ideal es aquel en el que la rentabilidad operativa de la empresa aumenta a medida que aumenta también la cantidad de transacciones realizadas en el periodo mientras que el escenario en el que la rentabilidad por unidad de transacción disminuye a medida que la cantidad de unidades vendidas se mantiene estable o aumenta es un claro indicador de que las

ventajas competitivas de la compañía se están deteriorando y que, si la gerencia no toma decisiones para revertir esa situación, comenzará eventualmente a destruirse valor de los accionistas.

No siempre es posible realizar este tipo de cálculos debido a que hay empresas que no publican en sus 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) la cantidad de transacciones realizadas en el periodo. En esos casos hay que limitarse a comparar la variación de los ingresos con los márgenes de rentabilidad operativa de cada periodo y verificar que los márgenes operativos aumenten o al menos se mantengan estables a medida que crecen los ingresos de la compañía ya que, el escenario de márgenes operativos disminuyendo a la vez que los ingresos crecen o se mantienen estables es una señal de que la empresa podría estar perdiendo sus ventajas competitivas.

¿Cuáles son las perspectivas para el crecimiento futuro de los ingresos de la empresa?

La respuesta a esta pregunta comienza con la lectura del ítem del 10-K (20-F) que describe los negocios de la empresa y con la lectura del ítem titulado ‘Management’s Discussion and Analysis (MD&A)’ del mismo documento ya que allí los gerentes a menudo discuten acerca de las oportunidades de crecimiento que consideran que tienen los negocios de la compañía.

Siempre que un inversor se convierte en accionista de una empresa lo hace por las ganancias que estima que tendrá en el futuro y no por las ganancias que tuvo en el pasado o tiene en el presente así que, lo que hace atractiva a una empresa para un inversor no es tanto la tasa a la que pueden crecer sus ingresos durante un año concreto sino la cantidad de años durante los que puede hacer crecer sus ingresos a una determinada tasa. El destino de cualquier empresa cuyos ingresos están creciendo a tasas aceleradas es el de experimentar eventualmente una desaceleración de dicho crecimiento así que, como consecuencia de eso, es importante que, al valorar una empresa, el inversor sea capaz de realizar una estimación sensata de la cantidad de tiempo durante la que es posible que la empresa logre sostener la tasa de crecimiento que están experimentando sus ingresos en ese momento, e incluso si es posible que logre acelerarla.

Una manera adecuada de comenzar a evaluar las posibilidades de crecimiento que tiene una empresa consiste en enfocarse en la solidez y perdurabilidad en el tiempo de sus ventajas competitivas y en las capacidades de ‘replicabilidad’ que tiene su modelo de negocio en diferentes mercados alrededor del mundo; en otras palabras, lo que se intenta conocer es si las potencialidades de expansión geográfica de la empresa son limitadas o si puede replicarse en otros mercados el éxito que su modelo de negocio tiene en su mercado principal.

Siempre que se están realizando proyecciones futuras de crecimiento de ingresos es imperativo recordar que los rendimientos pasados no aseguran rendimientos futuros. Cuando un inversor invierte en una empresa, las ganancias que le brindará la inversión no provienen de los rendimientos

pasados de la compañía sino de las ganancias que obtenga en el futuro; esa es evidentemente una verdad de Perogrullo pero nunca está de más recordarla porque, al invertir en acciones, siempre está latente el riesgo de caer en sesgo de continuación o en sesgo retrospectivo, comprando acciones de una empresa solo porque sus precios vienen subiendo de manera acelerada y se cree (ingenuamente) que esa tendencia alcista continuará por un tiempo lo suficientemente largo como permitirle al inversor cosechar una ganancia.

Basado en lo visto anteriormente acerca del ciclo de vida que transitan las empresas es sensato afirmar que cuanto más avanzada es la etapa del ciclo de vida en la que se encuentra una firma es más sencillo realizar una estimación fiable del comportamiento futuro que tendrán sus ingresos mientras que, por el contrario, es casi imposible realizar una estimación certera de los ingresos futuros que puede llegar a obtener una compañía que se encuentra en etapa 1 porque, al ser tan caótica esa etapa del ciclo de vida en la que incluso se carece de propuesta de valor o modelo de negocio definido, con tantas variables que entran en juego en ese momento y siendo tan amplio el rango de valores que podrían asumir en el futuro, la realización de una aproximación sensata de sus potenciales ingresos futuros sería meramente cuestión de suerte.

La industria a la que pertenece la empresa y su grado de intensidad de capital son dos factores importantes que también determinan el grado de dificultad que enfrenta el inversor al tener que realizar estimaciones de ingresos futuros. Por ejemplo: cuanto más económicamente cíclica es la industria a la que pertenece una empresa, más difícil es realizar estimaciones confiables de la evolución de sus ingresos futuros debido a que dichos ingresos son muy dependientes de la variación futura que tenga la actividad macroeconómica de los países en los que opera, la cual a su vez depende de las tasas de interés, la inflación, el presupuesto del sector público, la balanza comercial, la política monetaria del banco central, etc. Por esa razón ocurre que, al realizar estimaciones de ingresos para empresas con estas características también se está realizando, de manera directa o indirecta, una estimación de la evolución que se considera que tendrá la actividad macroeconómica de los países en los que la empresa tiene operaciones. De manera similar, las empresas muy intensivas en capital (es decir, aquellas con alto apalancamiento operativo) tienen ingresos que, en promedio, son más volátiles que los de las empresas con baja intensidad de capital, lo cual ocurre como consecuencia de lo altos que son costos fijos de las primeras así que, es mucho más probable llegar a proyecciones fiables de ingresos futuros al valorar empresas poco intensivas en capital que al valorar empresa muy intensivas en capital.

En los casos de las empresas que publican en sus 10-K (20-F) y 10-Q (6-K) un conjunto de métricas que sirven para evaluar de qué manera están marchando sus negocios (suelen ser conocidas como 'key metrics') o que publican la cantidad de transacciones realizadas en el periodo, es posible utilizar la estrategia de estimar los ingresos o ganancias futuras de manera indirecta, mediante estimaciones futuras de esas métricas.

Al realizar estimaciones del potencial de crecimiento futuro que tiene una empresa es necesario conocer si existen tendencias seculares en la economía de los países en los que opera o en los

fundamentos de su industria que la ayudarán a modo de ‘viento de cola’ a hacer crecer sus ingresos mediante aumentos de la demanda. De la misma manera es necesario que el inversor que está realizando estimaciones futuras de los ingresos de una empresa conozca la política que tienen sus gerentes con respecto a la inversión en investigación y desarrollo que se realiza con el objetivo de desarrollar nuevos productos/servicios o nuevos segmentos de negocio. Para realizar este análisis es también muy útil conocer la etapa del ciclo de vida que está atravesando la compañía debido a que, los potenciales resultados de la inversión en investigación y desarrollo cambian dependiendo de la etapa que la empresa esté atravesando.

Por ejemplo: El desarrollo y lanzamiento al mercado de un nuevo producto por parte de Coca Cola difícilmente tenga un efecto muy significativo en la valuación de la compañía, tanto si es exitoso como si es un fracaso; esto ocurre como consecuencia de que Coca Cola una empresa de gran capitalización de mercado que se encuentra en etapa 5 (estabilidad madura) y que además forma parte de una industria cuya tendencia secular es también de madurez y bajo crecimiento. Por el contrario, si una empresa tecnológica que se encuentra en etapa 2 (crecimiento joven) y que opera solo en algunas áreas de EEUU realiza una investigación de mercado y comienza un proceso de expansión geográfica que tiene por objetivo ofrecer su propuesta de valor en todo el resto del país, tiene potencialmente la posibilidad de ver multiplicada por varias veces su valuación corporativa y su capitalización de mercado si dicha expansión resulta ser exitosa.

Una empresa en expansión es, en última instancia, una empresa que está ampliando su base de clientes y/o que logra venderles más a sus clientes actuales.

¿Está la empresa creciendo gracias a tendencias seculares?

Las tendencias de crecimiento secular son tendencias que se prolongan durante periodos de tiempo muy extensos y que están sostenidas por cambios demográficos, económicos, políticos o sociales. Este tipo de cambios modifican la estructura que tienen sociedades enteras mediante la creación de una gran cantidad de demanda por determinados productos o servicios que se prolonga durante periodos de tiempo muy extensos.

Por ejemplo: La generación de los ‘Baby Boomers’, que consistió en la gran cantidad de personas que nacieron en EEUU y otros países del mundo como Japón durante el periodo inmediatamente posterior a la segunda guerra mundial, generó enormes cambios demográficos pero también cambios económicos muy fuertes por la gran demanda que generaron de productos y servicios que satisficieran sus necesidades; en la década de los 60s demandaron productos dirigidos a bebés y niños, en los 70s productos destinados a adolescentes, en los 80s servicios de escolaridad superior y bienes de consumo aspiracionales como casas y autos, etc. El ingreso masivo de mujeres al mercado laboral también generó en EEUU cambios sociales y económicos muy fuertes ya que, como consecuencia

de esa tendencia, se desarrolló mucho el mercado de ropa profesional para mujeres, los servicios de belleza y cuidado corporal y la industria de la comida congelada.

La clave para la correcta detección y análisis de tendencias seculares es lograr diferenciarlas de las tendencias de corto y mediano plazo, usualmente conocidas como ‘ciclos económicos’, ‘ciclos de negocio’ (Business cycles) o ‘ciclos de mercado’. Los ciclos de corto y mediano plazo están ligados a la variación que tiene la actividad macroeconómica de un país o región del mundo, la cual a su vez está determinada por la tasa de inversión pública y privada medida como porcentaje del PBI, el nivel de empleo, la tasa de interés, la actividad crediticia de los bancos, la inflación, la balanza comercial, la hoja de balance del banco central y un largo etcétera.

Si una empresa es beneficiaria directa de una tendencia secular, el crecimiento de sus ingresos tiene la capacidad de persistir durante varios ciclos económicos, lo cual no quiere decir que la empresa no se vea afectada negativamente por las recesiones o crisis económicas sino que, como cuenta con el ‘empuje’ o ‘viento de cola’ que le brinda la tendencia de crecimiento secular, las caídas de sus ganancias por acción tienden a ser menores al promedio del mercado y cada nuevo pico de ganancias que se produce en cada ciclo económico es superior al pico anterior.

Otro aspecto a tener en cuenta para no confundir tendencias de corto plazo con tendencias seculares pero que atañe solo a empresas de los sectores de energía y materiales consiste en no confundir tendencias alcistas en los precios de commodities con tendencias seculares en las empresas. Esta situación ocurre porque, al invertir en una empresa que está directamente relacionada con un commodity, ya sea porque lo extrae, lo procesa o lo vende, indirectamente se está invirtiendo también en ese commodity debido a que las variaciones que experimenta su precio afectan directamente a los ingresos de la compañía; como resultado de esto, es posible que una empresa ligada a un commodity experimente un incremento de ingresos debido a la suba del precio del commodity y no al aumento de la cantidad de unidades vendidas, dando la falsa sensación de que los fundamentos de la empresa han mejorado cuando, en realidad, ni su propuesta de valor ni tampoco el resto de su modelo de negocio cambiaron sino que, simplemente, se produjo un aumento del precio de mercado del commodity al que la firma está ligada, algo que suele estar fuera del control de la propia empresa. Para evitar cometer este tipo de errores es necesario analizar la evolución de los precios del commodity al que está ligada la empresa además del número de unidades vendidas por parte de esta durante los últimos tres a cinco años para, de esa manera, determinar el porcentaje de la variación de los ingresos de la compañía que provino de incrementos en el precio del commodity y el porcentaje que provino de la variación en la cantidad de unidades vendidas.

Para identificar tendencias seculares, muchos analistas revisan los rankings de las industrias que han creado más empleos durante los últimos años o que se prevé que serán las que creen más empleos durante los próximos 5 a 10 años debido a que la creación de empleo tiende a ser una consecuencia de aumentos perdurables en la demanda. Adicionalmente, y por esa misma razón, también se preguntan en qué industrias es más probable que los niños de hoy terminen trabajando en el futuro

y, una vez detectadas esas industrias, se ocupan de seleccionar a las mejores compañías dentro de las mismas.

Al estar armando un portafolio de inversión mediante el método Top-Down, luego de seleccionar el conjunto de industrias en las que se considera oportuno invertir, es necesario investigar si existen tendencias seculares que potencialmente estén sosteniendo y fomentando el crecimiento de los ingresos de las empresas que las componen. La ausencia de tendencia secular no invalida la inversión en empresas de una industria pero su presencia la reafirma como una correcta decisión de inversión. El análisis de una tendencia secular es, en realidad, parte del análisis de una industria; es decir que, al estar analizando una industria, estudiando sus drivers y las características de sus clientes típicos, es también necesario investigar si la evolución que experimentaron tanto los drivers como el comportamiento de los clientes durante los últimos años obedece a la presencia de una tendencia secular subyacente o si es, en realidad, algo que solo atañe a la naturaleza y evolución que está experimentando puntualmente esa industria.

El análisis de tendencias seculares no suele ser una tarea sencilla debido a que no existe un conjunto reducido y estable de fuentes a las cuales se puede recurrir para hacer el análisis sino que la información está muy dispersa en fuentes de diferentes tipos, entre las que destacan:

- Empresas que se dedican a la investigación de mercado (Ejemplos: Euromonitor y Mintel).
- Empresas de consultoría (Ejemplos: Harris Poll y Maritz Research poll).
- Empresas u organizaciones que se dedican al análisis de tendencias de mercado (Ejemplos: <https://www.trendwatching.com/>, Market Research World <http://marketresearchworld.net/>, Esomar <https://esomar.org/global-market-research-report>, IBIS World <https://www.ibisworld.com/>).
- Empresas que se dedican a hacer análisis demográficos (Ejemplo: ESRI Business Information Solutions).
- Revistas y journals académicos.
- Libros de análisis de mercado (Ejemplo: los libros publicados por la editorial New Strategist Editors).

En caso de que se obtenga alguna antigua edición de reportes, informes o libros citados en la lista anterior, ese no es motivo para desecharlos porque: 1) Lo que más interesa de esas publicaciones es entender el comportamiento de las tendencias seculares y 2) Cada uno de estos reportes, informes y libros incluye las fuentes desde las que se obtuvieron los datos que están allí publicados así que, basta con ir a consultar esas fuentes para obtener la información actualizada de los mismos.

La gran limitación que tienen las fuentes de información para el análisis de tendencias de mercado es que, en la gran mayoría de los casos, no son gratuitas.

Innovación

Una empresa cuyos negocios están creciendo debe constantemente estar buscando maneras de complementar esos negocios con otros y de desarrollar segmentos de negocios completamente nuevos.

La manera de verificar si la gerencia está comprometida con la inversión en investigación y desarrollo (I+D) consiste en observar el gasto que ha realizado en ese ítem, medido como porcentaje de los ingresos, a lo largo de los últimos años; esta información se encuentra en el estado de resultados o el estado de flujo de fondos de los 10-K (20-F) o 10-Q (6-K). Para confirmar si el compromiso de la gerencia con la investigación y desarrollo es fuerte, resulta muy útil comparar el ratio de gasto en I+D / Ingresos de la empresa que se está analizando con el mismo ratio de otras compañías similares de la misma industria o sus principales competidores.

¿Es efectivo el gasto que realiza la empresa en I+D? El hecho de gastar un gran porcentaje de los ingresos en I+D no implica necesariamente que la empresa será eficaz en cuanto a crear productos/servicios que terminarán siendo exitosos en el mercado. Clayton Christensen, autor del libro “El ADN del innovador”, quien además es un experto que ha estudiado extensamente este tema explica que la gran mayoría de las innovaciones comienzan yendo en la dirección equivocada y que, por lo tanto, gastar mucho dinero en la etapa inicial del proceso de innovación puede simplemente traducirse en más dinero desperdiciado. Adicionalmente, también comenta que las innovaciones disruptivas tienden a producirse cuando los recursos son escasos. Según él mismo ha afirmado en entrevistas, la probabilidad de que el emprendedor lo haga bien en el primer intento es muy baja así que, darle mucho dinero en una etapa inicial del desarrollo de una propuesta de valor y discrecionalidad para gastarlo como lo desee le otorga el privilegio de poder perseguir la estrategia de negocios equivocada durante mucho más tiempo.

Para evaluar lo exitosas que fueron las inversiones en I+D realizadas por la empresa en el pasado es necesario calcular el porcentaje de los ingresos que proviene de productos/servicios lanzados al mercado entre uno y tres años atrás. Esta información se encuentra normalmente disponible en la sección ‘Management’s Discussion and Analysis (MD&A)’ de los reportes trimestrales y anuales publicados por la compañía aunque, como desafortunadamente no todas las empresas tienen la costumbre de realizar un desglose de sus ingresos por productos, servicios o segmentos de negocio, esto limita mucho el universo disponible de empresas sobre las que puede realizarse este análisis.

¿El crecimiento de la empresa depende del desarrollo de productos/servicios disruptivos?

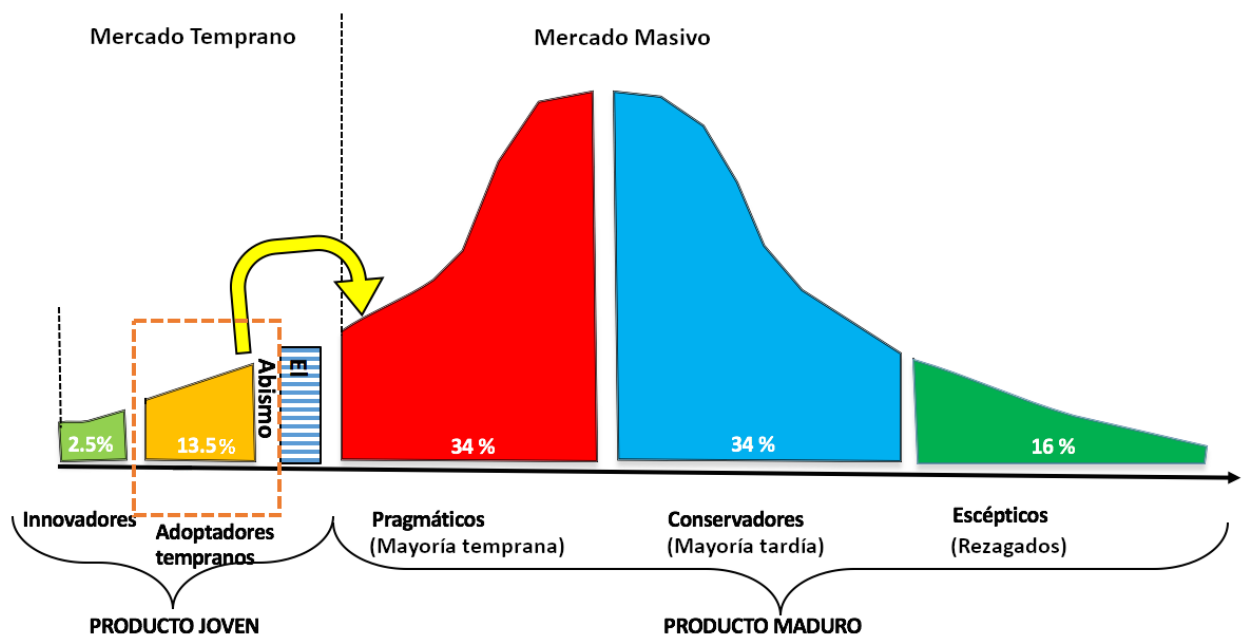
Es extremadamente difícil poder realizar una estimación fiable de la demanda que podría recibir un nuevo producto/servicio que se lanza al mercado, y la principal razón por la que existe esa dificultad

es la inexistencia de patrones de ventas pasadas desde los que se puedan realizar extrapolaciones a futuro.

Incluso en los casos en los que se cuenta con datos de lanzamientos de productos/servicios de similares características es normal que se sobre o subestimen las ventas de un nuevo producto/servicios que se lanza al mercado debido a que la incertidumbre acerca de la aceptación que podría tener es alta, lo cual se plasma en el hecho de que la mayoría de los nuevos productos/servicios que se lanzan al mercado fracasan en sus primeros años.

La incertidumbre inherentemente ligada a los lanzamientos de nuevos productos/servicios y la alta tasa de fracasos en sus primeros años de vida se ven incluso potenciadas cuando el producto o servicio lanzado tiene características y pretensiones de ser disruptivo. ¿Cómo saber si un producto/servicio tiene el potencial de ser disruptivo? Kim y Mauborgne (2008) definieron a los productos/servicios disruptivos como aquellos capaces de crear un ‘océano azul’. Esta metáfora asimila un mercado libre de competidores a un ‘océano azul’ y un mercado muy competitivo saturado de competidores con un ‘océano rojo’; de esta manera, en el lanzamiento de un producto/servicio disruptivo está implícita la idea de la creación de un nuevo mercado en el que esa compañía podrá ‘navegar tranquila’ durante el tiempo que le lleve a la competencia entrar a competir en el mismo. Hay ejemplos muy famosos de disrupciones en productos y servicios que cambiaron por completo a mercados enteros, siendo el iPhone de Apple, las redes sociales de Meta Platforms y la plataforma de video en streaming de Netflix tan solo tres de ellos.

Cuando la propuesta de valor de una compañía crea un nuevo mercado las predicciones acerca de sus ingresos futuros se vuelven mucho más difíciles de realizar al no existir precedentes que puedan ser utilizados como base para realizar pronósticos razonables. En este tipo de casos, la única estrategia que podría ayudar al inversor a decidir si le conviene invertir en una empresa que acaba de lanzar un producto/servicio disruptivo es la de recurrir a la evidencia anecdótica; es decir, solicitar o buscar la opinión de ‘early adopters’ (adoptadores tempranos). Este concepto está explicado extensamente en Moore (2015) quien habla concretamente de estrategias para ‘cruzar el abismo’, es decir ese punto de inflexión en el que un producto o servicio deja de ser utilizado solamente por innovadores y adoptadores tempranos para comenzar a ser utilizado por el mercado masivo de consumidores. El gráfico que se encuentra a continuación resume la curva de adopción que generalmente siguen los productos/servicios que tienen características disruptivas:



Fuente: Adaptado de Moore (2015).

Si un inversor desea invertir en una empresa que ha lanzado al mercado un producto/servicio con características disruptivas, dada la carencia que existe en ese momento de información que pueda servirle como base para realizar pronósticos, la estrategia más razonable para intentar estimar de la manera más sensata posible las probabilidades de éxito que este pueda tener queda limitada a hablar directamente con adoptadores tempranos o buscar en internet reseñas que adoptadores tempranos hayan realizado del producto/servicio en cuestión para luego extrapolar, a partir de esa evidencia anecdótica, las probabilidades de éxito que pueda llegar a tener, aunque siempre teniendo en cuenta que, como se cuentan con pocos datos para realizar un pronóstico fiable, el porcentaje del portafolio a asignarle a esa empresa, en caso de que se decida invertir en ella, debe ser muy minoritario.

Utilización de la cuota de mercado de la empresa para extrapolar su crecimiento potencial

Para evaluar las perspectivas de crecimiento que tiene una compañía muchos analistas suelen recurrir a realizar una estimación del tamaño potencial que puede llegar a tener una industria en el futuro para luego calcular la cuota de mercado que la empresa que están analizando podría llegar a conseguir en ese mercado. Por último, a partir de esa información, determinan si, dado el tamaño actual de la industria y la cuota de mercado que tiene la empresa en ese momento, sus perspectivas de crecimiento futuro son amplias o reducidas.

La clave para realizar esta estrategia es obtener la información concerniente a las estimaciones del tamaño potencial que podría llegar a tener la industria en la que se encuentra la empresa que se está analizando y, para ello, el mejor punto de inicio son los 10-K (20-F) publicados por las empresas de esa industria debido a que, ocasionalmente, sus gerentes incluyen en ellos una sección que suele titularse ‘Industry size’ o ‘Market size’ en la que realizan un análisis del mercado potencial de ingresos al que la industria puede aspirar. En esa misma sección los gerentes suelen también informar, el tamaño actual de la industria, la cuota de mercado con la que actualmente cuenta la empresa y la cuota potencial a la que puede aspirar aunque, por supuesto, al tratarse de estimaciones realizadas por gerentes que no tienen ningún incentivo para ser objetivos, es necesario nunca tomarlas al pie de la letra debido a que puede haber algún grado de exageración.

Dado que, en la mayoría de los casos, las empresas no suelen publicar en sus reportes trimestrales o anuales información acerca del tamaño actual y potencial que tiene la industria en la que se desempeñan, es necesario recurrir a empresas que realizan análisis e investigación de mercado para obtener esa información. La cantidad de alternativas disponibles con respecto a investigaciones de mercado es tan grande que lo más aconsejable que puede hacer un inversor que se encuentra en esta situación es ir a un buscador de internet y buscar los términos ‘[nombre de la industria] market research’ o ‘[nombre de la industria] addressable market’. Por ejemplo: Si se está analizando el mercado potencial de Tesla podría utilizarse un buscador de internet para buscar los siguientes términos: ‘electric vehicle industry market research’, ‘electric vehicle industry addressable market’ o ‘Automotive Industry Market Research’. Un detalle importante a tener en cuenta es que la gran mayoría de los reportes de este estilo no son gratuitos, aunque pueden encontrarse abstracts y resúmenes de los mismos que sí lo son y que brindan suficiente información como para que el inversor realice sus estimaciones.

Tanto en el caso de obtener la información acerca del tamaño potencial de una industria desde el 10-K (20-F) de una empresa como cuando se lo obtiene de una investigación de mercado realizada por una consultora especializada en análisis de mercado ayudaría mucho para evitar cometer errores el hecho de conocer de qué manera la gerencia o la empresa consultora han calculado y llegado a esa cifra de mercado potencial ya que siempre existe la tentación de incluir dentro del tamaño potencial de una industria a clientes que difícilmente lleguen a serlo en el futuro pero que, al incluirlos, la hacen lucir mucho más atractiva para inversores y empresarios. Otro de los problemas que trae aparejado el desconocimiento de la fórmula que se utilizó para calcular el tamaño total y potencial de una industria es que siempre existe la posibilidad de que la cambien y que el inversor termine tomando malas decisiones al ignorar lo ocurrido. Por ejemplo: Si una empresa tiene el 20% de cuota de mercado de una industria y, por alguna razón, quienes realizan el cálculo del tamaño del mercado potencial cambian la fórmula dando como resultado la duplicación de su tamaño actual, la empresa pasará automáticamente a ver reducida su cuota de mercado a la mitad sin que haya cambiado nada más que esa fórmula pero, aun así, esa situación puede terminar provocando que un inversor que tiene acciones de esa compañía decida venderlas ante la creencia errónea de que la empresa perdió una gran parte de su cuota de mercado durante el último periodo, lo cual evidentemente no fue así.

Señales de que el crecimiento de la empresa se está desacelerando

Existen tres decisiones que suelen tomar los gerentes de las empresas cuando notan que el crecimiento de los ingresos se está desacelerando:

- Redirigir los productos/servicios de la empresa hacia un nuevo tipo de cliente. Por ejemplo: Una empresa que brinda servicios educativos presenciales en su establecimiento y decide crear una plataforma para dar cursos y ofrecer carreras online.
- Intentar cambiar el modelo de negocio.
- Pagar una gran parte de las ganancias netas de la compañía (30% o más) en forma de dividendos, recomprar acciones de la propia empresa por un porcentaje equivalente o una combinación de ambas. Si los gerentes están pagando una gran parte de las ganancias de la compañía en forma de dividendos es señal de que no están pudiendo encontrar negocios en los que el rendimiento de las inversiones supere el costo del capital.

¿Está el equipo directivo que fue responsable por el crecimiento histórico de la empresa todavía a cargo de la misma?

Si se está analizando una empresa cuyos ingresos han venido creciendo durante varios años, antes de realizar las proyecciones futuras de ingresos para posteriormente realizar la valuación es importante verificar que el equipo directivo actual sea el mismo o casi el mismo que generó el crecimiento de los ingresos anteriormente mencionado. Al estar realizando la valuación de una empresa, muchos analistas cometen el error de creer que los ingresos de la misma son independientes de su equipo directivo pero lo cierto es que, dado que sus decisiones son cruciales para determinar el rumbo que tomarán los ingresos de la compañía que dirigen, si varios de los gerentes más importantes del equipo directivo abandonaron la empresa durante los últimos dos años, es un riesgo extrapolar al futuro el crecimiento pasado de la firma debido a que parte de quienes gestaron ese crecimiento ya no se encuentran formando parte de la empresa.

¿Está el equipo directivo haciendo crecer a la empresa muy rápido o a un ritmo estable?

Al estar analizando una empresa es importante determinar si su equipo directivo está llevando adelante una estrategia de crecimiento disciplinada o una que parece estar saliéndose de su control porque, una alta tasa de crecimiento no garantiza necesariamente que la rentabilidad de los negocios de la empresa es positiva, lo cual se ve acentuado cuando la gerencia está llevando adelante una

estrategia indisciplinada de ‘crecer por el mero hecho de crecer’. Por el contrario, si la empresa está creciendo de una manera ‘disciplinada’, como parte de una estrategia de negocios que la gerencia va monitorizando y dándole seguimiento, es mucho más probable que dicho crecimiento termine convirtiéndose en ganancias y en rendimientos del capital invertido por encima del costo del capital que, en última instancia, crean valor para los accionistas.

¿Está la empresa creciendo dentro de sus posibilidades?

Las empresas que utilizan su propio dinero para crecer tienen un crecimiento más sostenible que aquellas que financian su crecimiento mediante emisión de deuda o acciones. En primer lugar, los flujos de caja generados internamente son una fuente de capital más barata que la emisión de deuda o acciones y, en segundo lugar, al no recurrir a emisiones de deuda o acciones, la empresa evita quedar expuesta a los vaivenes de los mercados financieros, sobre todo en lo concerniente a las tasas exigidas a las emisiones de deuda y las correcciones o mercados bajistas que hacen caer los precios de las acciones.

Para estimar qué tan rápido una empresa puede crecer utilizando sus fondos internos es necesario calcular la cantidad de tiempo que el dinero en efectivo de la compañía está ligado al capital de trabajo, lo cual se logra mediante el cálculo del ciclo de conversión de efectivo. Este ciclo mide la cantidad de tiempo que el dinero está circulando por el negocio hasta que finalmente regresa a la caja cuando el cliente paga por el producto o servicio recibido. La fórmula para calcularlo ya fue explicada anteriormente en la sección titulada “Evaluar la distribución de los cashflows y las ganancias”.

Cuanto menor es el ciclo de conversión de efectivo, más rápidamente una empresa es capaz de volver a utilizar sus free cashflows internos para invertir en crecimiento gracias a que una menor cantidad de dinero se encuentra destinada a inventarios o está retenida en costos de mercadería vendida que aún no ha sido cobrada. Por el contrario, cuanto mayor es el ciclo de conversión de efectivo de una empresa es más probable que deba recurrir a la deuda y, en casos más extremos, a la emisión de acciones para financiar sus operaciones y su crecimiento, lo cual la convierte, en promedio, en una inversión más riesgosa que las empresas con bajo ciclo de conversión de efectivo por el hecho de ser más dependiente de fuentes externas de financiamiento para crecer.

¿Está la empresa creciendo a expensas de las ganancias de corto plazo?

Cuando una empresa está en un proceso de crecimiento, durante un tiempo los gastos crecen habitualmente a una tasa más elevada que los ingresos debido a las inversiones que debe realizar

para crecer. Esto tiene un impacto negativo en las ganancias operativas de la compañía que, superficialmente, pueden mostrarla como poco atractiva para inversores que no son capaces de ver que, una vez que el monto destinado a inversiones disminuya y que las inversiones realizadas comiencen a generar ingresos, los márgenes de rentabilidad operativa aumentarán y revelarán el aumento de valor de la compañía que las normas de contabilidad ocultaban.

Por ejemplo: Las empresas dedicadas a la venta minorista, como Costco y Wall-Mart, deben realizar grandes inversiones de capital cuando deciden abrir una tienda nueva; dichas inversiones aparecen reflejadas en el estado de resultados como gastos que contribuyen a disminuir su resultado operativo del periodo (es decir que ‘enmascaran’ el free cashflow que el negocio núcleo de esas empresas está generando) y pueden hacerlas lucir temporalmente con valuaciones altas, siendo ese un proceso que se revierte cuando la nueva tienda ya se encuentra en operaciones, generando ingresos y las inversiones de capital para construirla y dejarla operativa concluyen.

Al realizar el análisis y la valuación de una empresa que está creciendo es importante determinar si la gerencia está invirtiendo para generar un crecimiento de los ingresos a largo plazo a expensas de provocar una disminución de las ganancias operativas a corto plazo. Por ejemplo: Tarasoff y McCormack (2013) utilizaron el caso de Amazon para demostrar que las normas contables GAAP no eran capaces de reflejar el potencial de creación de valor que estaba teniendo la gran cantidad de inversiones que la gerencia estaba realizando en ese momento y el alto rendimiento sobre el capital invertido que la empresa estaba obteniendo con ellas.

Para lograr deducir qué tan lejano es el horizonte temporal que están teniendo en mente los gerentes mediante las inversiones que están realizando es necesario conocer aproximadamente cuánto tarda ese tipo de inversiones en volverse rentables. Gracias a esa información, el inversor será capaz de mejorar sus proyecciones de cashflows futuros y de márgenes de rentabilidad operativa futura al incluir en las mismas los efectos que se producirán en los ingresos y márgenes de rentabilidad de la compañía como resultado de las inversiones que la empresa está realizando en el momento de realizada su valuación. Por ejemplo: Si en el momento de calcular su valuación una empresa está invirtiendo de manera consistente en la apertura de cinco nuevas tiendas que, según informa la propia empresa en sus reportes anuales o una empresa consultora que realiza investigaciones de mercado de esa industria, alcanzarán en promedio su punto de quiebre y pasarán a ser rentables a partir de su tercer año de vida, esa información le permite al inversor mejorar la precisión de sus proyecciones de free cashflows futuros de esa empresa ya que podrá proyectar una mejora de los ingresos y de los márgenes de rentabilidad a partir del tercer año de tal manera de reflejar los resultados de las inversiones que la gerencia está realizando en ese momento, gracias a lo cual obtendrá una valuación más fiable.

¿Está la empresa creciendo dentro de los límites de su capital humano?

La rapidez con la que una empresa crece puede estar limitada por lo rápido que puede incorporar empleados. Si una empresa está creciendo, por ejemplo, al 30% por año y pertenece a una industria muy intensiva en mano de obra, de tal manera que debe incrementar su cantidad de empleados casi a la misma tasa, eso significa que en menos de tres años estará duplicando la cantidad de empleados que tiene, lo cual quiere decir que no solo deberá ser capaz de retener a sus empleados actuales sino que, además, debe ser capaz de contratar y entrenar a los nuevos.

Los problemas surgidos de situaciones como la comentada en el párrafo anterior son capaces de acarrear serios riesgos sobre la reputación de una compañía, no solo con respecto a cómo la valoran sus empleados sino también sus clientes así que, como resultado de eso, es crítico que la empresa crezca a un ritmo que no supere sus capacidades para contratar, entrenar y retener a empleados calificados.

Es crítico que las empresas cuenten con la suficiente cantidad de empleados talentosos como para poder llevar adelante y sostener la estrategia de negocios planteada por la gerencia así que, al estar analizando una compañía en la que se está considerando invertir, es imperativo conocer qué tan intensiva en mano de obra es la industria a la que pertenece y si la cantidad de empleados que la empresa tiene es suficiente como para que continúe creciendo al ritmo actual. Para realizar este análisis es útil recurrir a algún ratio característico de la industria ya que cada industria suele tener ratios propios que miden la cantidad de empleados con respecto a alguna variable relevante de la misma. Por ejemplo: en las aerolíneas suele medirse la cantidad de empleados por avión así que, si se está analizando una empresa de aviación comercial y se detecta que posee menos empleados por avión que sus competidores, eso puede ser el resultado de que la empresa ha encontrado la manera de ser más eficiente que sus competidoras (algo raro en una industria tan competitiva) o que no está siendo capaz de contratar a todos los empleados que necesita para operar sus vuelos (tal vez porque está creciendo muy rápido); si en el caso de esta empresa lo que ocurre es que le faltan empleados, eso implica que está expuesta al riesgo de tener una mayor cantidad de quejas de sus clientes y una potencial pérdida de su reputación en el futuro.

¿Tiene la empresa la infraestructura apropiada para crecer?

La estructura corporativa puede pensarse como todas aquellas cosas que son necesarias para soportar el crecimiento de los empleados, inventarios e instalaciones. Existen cuatro tipos de estructuras corporativas que brindan soporte al crecimiento de una empresa:

- El área financiera que gestiona el flujo de dinero mediante departamentos de contabilidad, tesorería, impuestos y regulaciones.

- El área de operaciones que controla las ventas, los sistemas de distribución, la atención al cliente, la gestión de pedidos, las instalaciones manufactureras, el departamento legal, las comunicaciones, política y planeamiento, administración, gestión de proyectos, salud, seguridad e higiene laboral.
- Recursos humanos que gestiona el reclutamiento, pagos y beneficios de los empleados.
- El área de sistemas que gestiona las tecnologías de la información que utiliza la compañía.

Si el crecimiento de una empresa no cuenta con el soporte de alguna de estas áreas, puede encontrarse en el futuro con problemas derivados de haber crecido más allá de su infraestructura. Por ejemplo: Una empresa puede adquirir a otra y, luego de unos meses de producida la adquisición, darse cuenta de que sus sistemas no son capaces de dar soporte a todas las operaciones de la empresa adquirida.

¿La gerencia intenta encontrar las mejores ubicaciones para sus tiendas físicas?

En aquellas empresas cuyas actividades exigen tener tiendas físicas para vender sus productos/servicios a clientes es importante verificar que, en contextos de expansión de los negocios, la gerencia no esté abriendo tiendas simplemente para cumplir con un número específico que se ha puesto como objetivo sino que esté buscando conscientemente las mejores ubicaciones posibles en cada localidad, incluso si eso implica que deban esperarse años para abrir una nueva tienda.

El costo financiero y de reputación que puede tener la empresa por abrir tiendas en ubicaciones secundarias que posteriormente tenga que cerrar por falta de clientes es muy alto y un riesgo totalmente innecesario que no tiene sentido correr así que, al invertir en una empresa cuya propuesta de valor requiere contar con tiendas físicas, el inversor debe tomarse el trabajo de conocer la política que tiene la gerencia con respecto a la apertura de nuevas tiendas.

Sumado a eso, la expansión mediante nuevas tiendas físicas expone a la empresa al problema del ‘canibalismo’ que ocurre cuando una empresa abre demasiadas tiendas físicas en ubicaciones bastante cercanas entre sí y sus propias tiendas comienzan a quitarse clientes entre ellas. Este fue un problema que sufrieron, por ejemplo, empresas como Starbucks en épocas en las que se expandió sin control, lo cual posteriormente le provocó problemas financieros y dañó su reputación al recibir quejas de sus franquiciados que notaban que a la empresa, en su afán de expandirse, no le importaba que el franquiciado tuviera que competir no solo contra las otras franquicias sino también contra otras tiendas Starbucks que estaban muy próximas a la suya debido a que la empresa solo estaba enfocada en crecer a toda costa.

Los reportes anuales, entrevistas a gerentes y conference calls son las mejores fuentes de información para conocer la política de la gerencia en lo concerniente a la apertura de nuevas tiendas físicas.

Paso 10: Fusiones y adquisiciones

En la búsqueda de un mayor crecimiento de los ingresos y ganancias muchos equipos directivos ven en las fusiones y adquisiciones una alternativa segura para expandir los negocios de la empresa y, por esa razón, están dispuestos a pagar cualquier precio para anotarse una victoria de corto plazo.

Las fusiones y adquisiciones pueden representar un serio riesgo para los accionistas de las empresas porque, cuando son indisciplinadas y pobremente ejecutadas, se convierten en una de las maneras más rápidas en las que se puede destruir el valor de la compañía.

¿De qué manera puede el inversor evaluar si la empresa que está analizando está creando o destruyendo valor mediante sus actividades de fusiones y adquisiciones? Una forma de hacerlo es intentar comprender las motivaciones de la gerencia: ¿Por qué están los gerentes fusionando a la empresa con otra o adquiriendo a otra compañía? Otra manera de hacerlo es analizar si las adquisiciones pasadas fueron exitosas, para lo cual es necesario buscar información acerca de las razones que impulsaron a los gerentes a realizarlas para luego, desde allí, poder inferir las reglas generales que utiliza el equipo directivo para decidir si es conveniente realizar una fusión o una adquisición. Gracias a esto, el inversor adquiere el conocimiento necesario para realizar pronósticos fiables acerca de si las futuras fusiones o adquisiciones que puede llegar a realizar la empresa que está analizando tienen mayores probabilidades de agregarle valor a la firma que de destruirlo.

¿De qué manera la gerencia toma decisiones con respecto a las fusiones y adquisiciones?

Es crítico que un inversor entienda de qué manera la gerencia de la empresa que está analizando toma las decisiones concernientes a la realización de fusiones y adquisiciones. Esto no solo implica conocer el ‘porqué’ de las decisiones que toman sino, más importante aún, el ‘cómo’ las toman debido a que esto último permite entender la manera en la que el equipo directivo de la empresa piensa acerca de fusiones y adquisiciones, la cual es una excelente manera de reducir la incertidumbre con respecto a las posibilidades que tiene la compañía de alcanzar el éxito utilizando esta estrategia para crecer en el futuro.

La mejor estrategia para comprender la manera en la que la gerencia aborda la toma de decisiones referentes a procesos de fusiones y adquisiciones es realizando inferencias a partir de ejemplos

concretos así que, no importa lo grandes o pequeñas que hayan sido las fusiones o adquisiciones realizadas por la compañía en el pasado, los detalles de todas ellas resultan útiles para entender cómo piensan los gerentes al respecto.

Si una empresa ha realizado una adquisición que se consideraría ‘pequeña’ en relación al tamaño de la compañía, es bastante probable que los gerentes no tengan problemas en responder preguntas al respecto en una asamblea de accionistas, una entrevista o una conference call. Gracias a eso, un inversor puede aprovechar esos contextos para realizarles a los gerentes todo tipo de preguntas relacionadas con los beneficios, perspectivas futuras, costos y riesgos que ellos consideraron y tuvieron en cuenta al realizar la adquisición, consiguiendo gracias a ello mucha información importante acerca de los detalles concernientes a la toma de decisiones que forma parte del proceso decisorio involucrado en la realización de fusiones o adquisiciones en esa empresa. Visto desde afuera, puede parecer una pérdida de tiempo el hecho de consultar extensamente a los gerentes acerca de una adquisición pequeña pero, si gracias a su indagación, el inversor es capaz de entender el proceso de razonamiento que está detrás de una adquisición de, por ejemplo, u\$s 1 millón, estará seguramente muy bien capacitado para predecir el resultado y entender el proceso decisorio detrás de una adquisición de u\$s100 millones o u\$s 1.000 millones que la misma firma y los mismos gerentes podrían realizar en el futuro.

En caso de no poder tener contacto directo con los gerentes para realizarles preguntas acerca de los detalles de una adquisición concreta realizada por la empresa, no quedará más remedio que buscar en sus reportes trimestrales y anuales, conference calls, artículos periodísticos, entrevistas a gerentes y cartas a los accionistas los detalles específicos de adquisiciones realizadas anteriormente por la compañía. No importa lo grande o pequeña que sea la empresa adquirida ya que el objetivo de este análisis es entender qué piensan y cómo piensan los gerentes al tener que abordar el proceso decisorio que culmina con una fusión o adquisición.

¿Cuál es la motivación detrás de una adquisición?

Al entender la motivación que hay detrás de una adquisición es posible, a menudo, identificar problemas existentes en la manera de pensar de los gerentes.

Existen dos motivaciones que suelen ser comúnmente esgrimidas para respaldar adquisiciones. La primera de ellas es simplemente incrementar el tamaño de la compañía que adquiere a la otra. Esta es una motivación peligrosa porque puede ser el resultado del ego del CEO y/o de ambiciones de los gerentes por expandirse a segmentos de negocios no relacionados con el negocio núcleo de la empresa que dirigen. Los gerentes que persiguen este tipo de ambiciones suelen contratar a bancos de inversión para que les encuentren empresas interesantes para adquirir, iniciando así un proceso que luego les resulta difícil de detener una vez que quedan atrapados por la emoción de incorporar nuevos negocios a la empresa que dirigen. Este tipo de adquisiciones generalmente destruyen valor

porque suelen pagarse caras y distraen a los gerentes de los principales negocios de la empresa por lo que no es inusual que, pasado un tiempo, la empresa se deshaga de esos negocios por una fracción de lo que pagó por ellos. Aun así, lo cierto es que, en algunas ocasiones, tiene sentido para una empresa intentar crecer a base de adquisiciones ya que, en determinados contextos corporativos que deben evaluarse para cada empresa por separado, es posible que a una empresa concreta en un momento concreto le resulte más sencillo aumentar la cantidad de clientes que posee en base a adquisiciones; de esa manera, en ese contexto específico, el uso más eficaz del tiempo y capital de la compañía resulta ser la adquisición de una empresa completa en lugar de ir adquiriendo clientes de uno en uno. El riesgo de esta operación disminuye en aquellas ocasiones en las que la base de clientes que se está adquiriendo es similar a la de la empresa adquiriente.

La segunda motivación que afirman tener los gerentes para realizar adquisiciones es que creen que pueden mejorar las operaciones de la empresa adquirida a través de sinergias que supuestamente harán que las compañías sean más eficientes al trabajar juntas. Existen dos tipos de sinergias que suelen ser mencionadas en estos casos:

- Sinergias de ingresos, las cuales incluyen ventas cruzadas a los clientes de las empresas combinadas, acceso potencial a nuevos mercados o el incremento de la capacidad de fijación de precios gracias a la reducción de la competencia.
- Sinergias de costos, las cuales incluyen incrementos en los márgenes de rentabilidad operativa al hacer más eficiente a la empresa adquirida, reducción de costos duplicados, sobre todo los concernientes a la burocracia corporativa, reducción de costos de insumos gracias al mayor poder de compra y beneficios fiscales. Las sinergias de costos son habitualmente más sencillas de alcanzar comparadas con las sinergias de ingresos.

A pesar de que parezca ser una idea muy prometedora, cuando un inversor escucha a los gerentes de una empresa hablar de ‘sinergias’ cuando realizan o están planeando realizar una adquisición es muy importante que se mantenga completamente escéptico con respecto a que las reducciones de costos y aumentos de ingresos se materializarán tal y como los gerentes lo están prometiendo, y más aún cuando la industria a la que pertenece la empresa se está expandiendo y sus mercados están en auge porque ese contexto promueve que los gerentes hagan incluso estimaciones más optimistas sobre los beneficios futuros derivados de las sinergias, tanto en lo que respecta a aumentos de ingresos como a reducciones de costos.

En muchas ocasiones, el concepto de ‘sinergia’ es invocado por los gerentes para justificar el pago de un alto precio por una adquisición; el problema con eso es que es mucho más sencillo poner números en una hoja de cálculo para ‘venderles’ a los accionistas una adquisición basada en sinergias que lograr posteriormente que esos ahorros de costos e incrementos de ingresos se produzcan efectivamente en el mundo real. Esto último es mucho más difícil de lograr cuando las compañías involucradas en la fusión o adquisición sirven a bases de clientes diferentes o se encuentran en industrias poco o nada relacionadas entre sí.

Otra estrategia de fusiones y adquisiciones que suele verse en industrias atomizadas en muchas empresas pequeñas es la conocida como ‘roll-up’ (fusiones acumulativas) que consiste en gerentes que creen que combinar varias empresas pequeñas de la misma industria en una grande permitirá cortar costos duplicados, incrementar el poder de compra con los proveedores, bajar los costos de financiamiento mediante deuda y combinar gastos en publicidad. La idea, teóricamente, parece muy buena pero, cuando se ha llevado a la práctica, ha fallado en muchas ocasiones en crear valor para los accionistas e incluso, cuando este tipo de estrategias se ha llevado adelante tomando mucha deuda, las empresas terminaron declarándose en bancarrota.

A pesar de todos los riesgos que conllevan las fusiones y adquisiciones existen, por supuesto, aquellas que triunfan, generando sinergias que realmente se materializan y crean mucho valor para los accionistas; el denominador común de estas operaciones es que las características de los clientes a los que sirven ambas compañías son muy similares entre sí o directamente iguales.

¿Las adquisiciones pasadas realizadas por la empresa han sido exitosas?

La mayoría de las fusiones y adquisiciones fallan en crear valor para los accionistas. Algunas de las razones por las que eso ocurre son las siguientes:

- Las empresas candidatas a ser adquiridas no siempre están disponibles a buenos precios y, como consecuencia de eso, los gerentes muchas veces terminan pagando precios demasiado altos por una adquisición.
- Muchas de las empresas que ‘buscan’ ser compradas por otras no tienen buenos negocios y, por lo tanto, la empresa que las adquiere termina habitualmente comprándose muchos problemas.
- Las diferencias entre las culturas corporativas de ambas empresas generan la deserción de empleados valiosos y la imposibilidad de materializar las sinergias pretendidas en un comienzo por los gerentes.

Una manera muy efectiva de evaluar si una adquisición ha sido exitosa es responder a las preguntas que se encuentran a continuación:

¿Las adquisiciones encajan dentro de las características más destacadas de la empresa adquiriente?

Cuando una empresa adquiere a otra, las probabilidades de que esa operación sea exitosa aumentan si ambas compañías pertenecen a la misma industria mientras que, por el contrario, cuando un

equipo directivo decide adquirir una empresa que está fuera de su círculo de competencias, se arriesga a enredarse en distracciones en su intento por entender los negocios de la empresa adquirida, descuidando a su vez los negocios que constituyen el núcleo de la propuesta de valor de su empresa principal.

El hecho de ver a una empresa realizar adquisiciones de empresas que están fuera de su círculo de competencia, que pertenecen a otra industria o que tienen un modelo de negocio con características muy diferentes al suyo puede ser una señal de que la rentabilidad operativa o el crecimiento de los ingresos de sus negocios actuales está llegando a una madurez estable o, peor aún, declinando.

En otras ocasiones, las adquisiciones de empresas con características muy diferentes a las de la empresa adquiriente son el resultado del ego de los gerentes y, por lo tanto, son las que tienen las mayores probabilidades de terminar destruyendo el valor de los accionistas. Para detectar estos casos es necesario conocer muy bien las características de los gerentes de tal manera que, si una empresa está dirigida por un CEO cuya personalidad manifiesta grandes ambiciones personales e inclinación por buscar el beneficio personal por encima del de la compañía, es importante prestar especial atención a las adquisiciones que realice porque todas ellas, y en especial las que consistan en adquirir empresas muy diferentes a la empresa original, corren el riesgo de estar motivadas por ambiciones personales del gerente y no por el intento de crear valor para los accionistas.

¿El equipo directivo entiende en detalle los negocios de la empresa que está adquiriendo?

Las empresas que adquieren compañías con negocios similares o relacionados con los suyos, o al menos con negocios que los miembros del equipo directivo saben cómo gestionar, tienen mayores probabilidades de ser exitosas en sus estrategias de fusiones y adquisiciones, gracias a lo cual son potencialmente buenas inversiones.

Cuando los gerentes realizan el esfuerzo y se toman el tiempo necesario para entender la industria en la que pretenden realizar una adquisición y el modelo de negocio de la empresa que pretenden adquirir, sobre todo en lo concerniente a las mejoras potenciales que le pueden realizar, las probabilidades de que esa adquisición termine creando valor para los accionistas son más altas.

¿La empresa adquirida retiene a sus clientes luego de la adquisición?

Una de las mejores maneras de evaluar si una adquisición ha sido exitosa es monitorizar la tasa de retención de clientes de la empresa adquirida luego de producida la adquisición. Si luego de tres años de realizada la adquisición, la empresa adquirida ha logrado retener a la gran mayoría de sus clientes o incluso ha aumentado la cantidad de clientes a los que sirve, ese es un claro indicador de

que se está creando valor para los accionistas y de que el equipo directivo está realizando adquisiciones exitosas.

¿La empresa adquirida retiene a sus empleados luego de la adquisición?

Las adquisiciones a menudo destruyen la cultura corporativa de la empresa adquirida. Cuando una empresa adquiere a otra, es habitual que intente ‘estandarizar’ a la empresa adquirida, lo cual corre el riesgo de dañar su espíritu empresarial y quitarle características positivas que tenía su cultura, volviéndola menos valiosa.

Es muy importante conocer la política que tienen los gerentes de la empresa que se está analizando con respecto a los empleados de las empresas que adquieren debido a que, una gran parte del valor de las compañías proviene de su capital humano y, si los cambios provocados por la adquisición los incentivan a irse de la empresa, una parte importante del valor de la misma puede irse con ellos.

Las empresas que, cuando adquieren a otra, respetan su cultura, sus valores, prácticas, procedimientos y empleados, tienen probabilidades muy altas de evitar que la adquisición destruya valor. La manera en la que luego estas empresas intentan introducir su cultura y sus planes en las empresas que adquirieron es mediante la capacitación de los gerentes de nivel medio y alto de las empresas adquiridas para que, posteriormente y de manera gradual, ellos se encarguen de ir introduciendo en el modelo de negocio los cambios pretendidos por la empresa adquiriente. Por ejemplo: Disney es una empresa que se caracteriza por realizar adquisiciones muy exitosas, siendo algunas de las más famosas las siguientes:

- **Pixar** en 2006 por u\$s 7.400 millones.
- **Marvel** en 2009 por u\$s 4.000 millones.
- **Hulu** en 2009 compró el 30% y en 2019 compró el resto.
- **Lucasfilm (Star Wars)** en 2012 u\$s 4.060 millones.
- **21st Century Fox** en 2019 por u\$s 71.300 millones.

En todos los casos, Disney respetó la cultura y el capital humano de esas compañías, utilizando sus enormes recursos financieros y humanos para generar sinergias y aumentar la productividad de las empresas adquiridas. Las consecuencias de esta estrategia se manifestaron posteriormente tomando la forma de una gran creación de valor para sus accionistas.

Cuando los gerentes de una empresa ponen el énfasis en la retención de los empleados de las empresas que adquieren, esa es una señal de que están realizando buenas adquisiciones.

¿El equipo directivo es disciplinado al buscar empresas para adquirir o existe el riesgo de que paguen demasiado por una adquisición?

Los equipos directivos, incluso los que cuentan con buenos profesionales, a menudo tienden a pagar demasiado por las adquisiciones que realizan, lo cual representa una gran fuente de riesgo para sus accionistas.

La principal razón por la que las compañías terminan pagando demasiado por adquisiciones es que, sencillamente, no conocen el verdadero valor de la empresa que están adquiriendo. Tanto los accionistas de la empresa objetivo de la adquisición como el banco de inversión (en caso de que haya uno brindando servicios a la empresa adquiriente en esa operación) tienen incentivos para que la operación se realice al mayor precio posible; más aún, los gerentes de la empresa que será adquirida son los que tienen evidentemente la mayor cantidad de información acerca del verdadero valor de la compañía y, por lo tanto, esa asimetría de información provoca que sea muy poco probable que acepten cerrar un trato en términos que no les resulten convenientes o por un valor inferior al que ellos consideran que como ‘justo’.

Es realmente difícil poder discernir si una empresa ha pagado un precio razonable por una adquisición que ha realizado, sobre todo porque puede tomar de tres a cinco años lograr determinar si la adquisición ha sido exitosa debido a que se requiere tiempo para que los cambios introducidos por la empresa adquiriente se vean reflejados en los estados financieros.

Existen ciertas situaciones en las que típicamente el adquiriente tiende a pagar demasiado por una adquisición:

- Si existen varios competidores que están interesados en la misma empresa se produce una situación estilo ‘subasta’, con bancos de inversión realizando presentaciones para persuadir a empresas de realizar una oferta de adquisición; esto genera el contexto apropiado para que el precio a pagar por la empresa objetivo de la adquisición se eleve. Por el contrario, en las situaciones en las que los gerentes y accionistas de la empresa a ser adquirida son exigentes con las características que debe tener la empresa compradora debido a que no están dispuestos a aceptar ser adquiridos por cualquier empresa, el precio a pagar por ellas pasa a un segundo plano así que es mucho más probable que la empresa compradora no termine pagando un precio elevado por la operación.
- El equipo directivo de una compañía teme que un competidor esté desarrollando innovaciones importantes en su modelo de negocio que podrían potencialmente quitarle clientes a su empresa o que esté creando un nuevo mercado para el tipo de cliente al que sirven ambas compañías, así que decide adquirirla.
- Cuanto más grande y/o compleja sea la empresa a ser adquirida y/o más ambiciosos sean los planes de los gerentes para la empresa una vez que haya sido adquirida, más alto es el riesgo de que terminen pagando un precio demasiado elevado por ella. A este tipo de operaciones

es posible reconocerlas por las palabras que utilizan los gerentes para describirlas; si los gerentes se refieren a la fusión o adquisición como algo ‘transformacional’, ‘de cambio radical’, ‘disruptivo’ o ‘nunca antes visto’ están mostrando el tipo de entusiasmo y ambición que puede quitarles sensibilidad con respecto al precio a pagar, aumentando de esa manera el riesgo de que estén dispuestos a pagar un precio demasiado elevado con el objetivo de cerrar el trato.

- Si la propuesta de valor de una empresa tiene ventajas competitivas que protegen sus ingresos de la competencia y goza además de una buena salud financiera, es normal que sus potenciales compradores se sientan inclinados a ofertar precios altos para adquirirla debido a que deben superar a los otros interesados en ella. Por el contrario, si una empresa está dañada, ya sea en su propuesta de valor o en sus finanzas, es normal que se venda a un precio muy bajo para así atraer a algún comprador ya que, cuando este tome el control de la compañía, tendrá mucho trabajo por delante para revertir su situación y revivirla o para desmantelarla y hacer una ganancia vendiendo sus activos.
- Las adquisiciones realizadas cuando los mercados financieros están en contextos de tendencias bajistas tienden a realizarse, en promedio, a valuaciones menores que cuando los mercados se encuentran en contextos de tendencia alcista debido a que las valuaciones de las empresas siempre tienen fuertes cargas de subjetividad volcadas en los flujos de fondos proyectados a futuro y, teniendo en cuenta que el contexto económico, político y financiero en el que se realiza la valuación son factores que sin dudas afectan las proyecciones que los valuadores hacen de esos flujos de fondos futuros ocurre que, debido al sesgo de continuación es más probable que, al estimar los free cashflows futuros de una empresa que se pretende adquirir en un contexto de crecimiento económico, estabilidad política y solvencia financiera, el valuador tienda a ser optimista y la empresa compradora esté dispuesta a pagar por ella una valuación más alta que la que pagaría en un contexto de recesión o crisis económica/financiera.

Las empresas que tienen éxitos de manera consistente realizando adquisiciones siguen disciplinadamente una estrategia bien definida que los puede llevar a esperar años hasta que se les presente lo que consideran que es un buen trato o incluso a retirarse de la adquisición de una buena empresa cuando consideran que el precio que les están exigiendo pagar ha subido demasiado.

Al estar leyendo artículos/informes sobre la empresa que se está analizando, entrevistas a sus gerentes o transcripciones de conference calls es importante prestar atención a los detalles que se brinden acerca de alguna fusión o adquisición pasada. Si en alguno de los casos la gerencia desistió de realizar una adquisición o fusión en respuesta al precio exigido u otros factores, esos son indicadores positivos que manifiestan que los gerentes son profesionales disciplinados al realizar este tipo de operaciones.

Evaluando el precio pagado

A pesar de que el uso de ratios no es, en absoluto, un mecanismo fiable para evaluar lo ‘cara’ o ‘barata’ que está una empresa, en el caso de las fusiones y adquisiciones resultan útiles por lo prácticos y sencillos de calcular que son, en especial si se está analizando una empresa que ha realizado muchas adquisiciones en el pasado.

¿Cuál es múltiplo de Enterprise Value / EBIT o Enterprise Value / Free Cashflow pagado por la empresa en adquisiciones pasadas? Si la empresa ha pagado múltiplos altos (valores mayores a 10), eso quiere decir que la gerencia consideraba que el EBIT o el free cashflow de las empresas adquiridas crecerían de manera persistente durante los años siguientes a la adquisición porque, de lo contrario, no se justifica el hecho de pagar un múltiplo tan alto. Cuanto menor es el múltiplo pagado por la adquisición de una empresa, mayor es el margen que tienen los gerentes para cometer errores en las proyecciones futuras que hagan sobre el desempeño que tendrá la empresa adquirida sin que dichos errores terminen significando que la adquisición fue un fracaso.

Otro ratio que puede utilizarse para ‘pricear’ las compañías que una empresa pretende adquirir es Capitalización de mercado⁵⁸ / Valor de libros del equity. Es preferible utilizarlo para pricear bancos y otras empresas del sector financiero pero, en lo que respecta a los otros sectores, no es tan confiable como los dos ratios anteriormente mencionados porque el valor de libros (book value) del equity es más fácil de manipular mediante la contabilidad. En este caso se considera que, si la empresa compradora está pagando un múltiplo mayor a 1, está pagando un precio elevado por la adquisición mientras que, si paga un múltiplo menor a 1, eso le mejora las probabilidades de obtener un rendimiento sobre la inversión que esté por encima del promedio de la industria. Por ejemplo: Si el valor de libros de la acción de una empresa es u\$s 100 y en el mercado la acción cotiza a u\$s 100 en un momento en el que su rendimiento sobre el equity (Return on equity o ROE) es del 12%, eso implica que el inversor que compró acciones a ese ratio recibió ese mismo retorno sobre las acciones que compró, pero si en lugar de haber comprado las acciones cuando el ratio Capitalización de mercado / Valor de libros del equity era 1 las hubiera comprado cuando el ratio era 1,5, ese 12% de ROE se hubiera convertido en un 8% de rendimiento para ese inversor en particular debido al alto valor que tenía el ratio cuando las compró.

¿Cómo se ha financiado la adquisición?

Un aspecto sumamente importante de toda adquisición es la forma en la que la empresa compradora pagará por ella y, de hecho, la historia de los mercados financieros ha mostrado que, dependiendo de la manera en la que la empresa compradora financia la adquisición, aumentan o disminuyen las

⁵⁸ Capitalización de Mercado = Precio de las acciones de la empresa en el mercado x Cantidad de acciones emitidas

probabilidades de que esta termine siendo un éxito o un fracaso. Existen tres maneras en las que puede financiarse una adquisición:

- En efectivo, utilizando el dinero de la caja de la empresa compradora. Esta es la mejor forma de financiar una adquisición y la que conlleva menores riesgos de que eventualmente dicha operación termine destruyendo valor de los accionistas de ambas compañías.
- Con deuda, que es la forma de financiación que se consideraría de riesgo ‘intermedio’. El hecho de financiar una adquisición endeudándose implica que las sinergias y la creación de valor para los accionistas que surgen como resultado de la misma deberán ser, en este caso, superiores al caso de la adquisición financiada con dinero de la caja porque la deuda contraída exige el pago de intereses y eventualmente la devolución del capital que la empresa deberá honrar. En otras palabras, en este caso la empresa compradora tiene una presión adicional para convertir a la empresa adquirida en una empresa más grande y eficiente como consecuencia de que, luego de realizada la adquisición, no solo debe crear valor para sus accionistas mediante negocios cuyo rendimiento supere el costo del capital sino que, además, debe honrar la deuda contraída con pagos de intereses y devolución del capital. Al estar analizando una empresa que realiza adquisiciones financiadas con deuda es importante verificar que no esté excediéndose con la cantidad de deuda emitida, para lo cual es muy útil monitorizar cada trimestre los valores del Debt-Service Coverage Ratio⁵⁹; si en los estados financieros de algún trimestre este ratio tiene valores cercanos a 1 o inferiores, eso evidencia que la empresa está en una situación vulnerable porque un pequeño declive en las ganancias operativas podría provocar que se vea imposibilitada de cumplir con sus compromisos de pago de intereses de deuda y amortizaciones de capital, razón por la cual lo ideal es que este ratio tenga siempre valores superiores a 2.
- Con emisión de acciones, que es la peor manera en la que se puede financiar una adquisición. En este caso, la operación produce un aumento de la oferta de acciones de la empresa compradora, lo cual diluye el capital de los accionistas y, ceteris paribus, provoca caídas en el precio de las acciones porque, a mayor oferta, menor precio. A esa situación hay que sumarle el hecho de que el rendimiento exigido por los accionistas (conocido técnicamente como K_e) a los negocios de la empresa es superior al rendimiento exigido por los acreedores de deuda (conocido técnicamente como K_d) así que, al financiar la adquisición con emisión de acciones, la gerencia de la empresa compradora se está cargando a sí misma con mucha más ‘obligatoriedad’ que en los casos anteriores de que el resultado de la adquisición sea un éxito porque, en este caso, debe lograr que la empresa adquirida crezca y se generen sinergias en proporciones mayores que en los casos anteriores debido a que los accionistas, a quienes se les diluyeron sus tenencias con la emisión de acciones, son más exigentes que los tenedores de deuda en sus pretensiones de rendimientos y no dudarán en vender sus acciones si notan que la adquisición no está produciendo en los estados financieros los resultados positivos que justifican la dilución de capital que sufrieron. El

⁵⁹ Debt-Service Coverage Ratio = Resultado Operativo del periodo / (Intereses + amortizaciones de deuda del periodo)

único contexto que tal vez justificaría realizar una adquisición con emisión de acciones (aunque siempre es necesario analizar cada caso en particular) es aquel en el que la empresa que emite las nuevas acciones tiene en ese momento una valuación muy alta e incluso podría decirse que está sobrevaluada.

Por ejemplo: Si la empresa A adquiere a la empresa B con dinero que tenía disponible en la caja, simplemente entrega el dinero a los accionistas de B y recibe las acciones mediante una oferta pública de adquisición. En esos casos es común que la empresa A retire de cotización a la empresa B, si es que ha logrado conseguir la tenencia necesaria para poder legalmente hacerlo. Si eso efectivamente ocurre, luego del trato continúa habiendo la misma cantidad de acciones de A pero ya no están disponibles las acciones de B; a esto debe agregarse el hecho de que, luego de la adquisición, las acciones de A tienen no solo a su disposición sus propias ganancias sino que, si todo lo demás se mantiene igual, también incorporan las ganancias de B por lo que, como las ganancias por acción de A han aumentado como resultado de la adquisición, el precio de sus acciones debe subir porque la oferta total de acciones se redujo como consecuencia del retiro de cotización de las acciones de B al mismo tiempo que las ganancias por acción de A han aumentado al sumar a sus propias ganancias las generadas por los negocios de B.

En el caso de adquisiciones financiadas con deuda ocurre algo similar ya que la cantidad de acciones de A permanece igual mientras que desaparece la oferta de acciones de B pero, en este caso, para que la adquisición tenga sentido, las ganancias generadas por los negocios de B deben ser suficientes como para permitir, al menos, que la empresa compradora pague los intereses generados por la deuda que contrajo para realizar la adquisición; dicho de otra manera, en este caso podría decirse que B financia su propia adquisición.

En el caso de adquisiciones financiadas con emisión de acciones la situación es muy diferente debido a que las ganancias por acción de la empresa compradora disminuyen al aumentar la cantidad de acciones emitidas para realizar la adquisición. Si bien es cierto que la incorporación de las ganancias de B a las ganancias por acción de A deberían compensar total o parcialmente esa disminución y que, en lo concerniente a la capitalización de mercado, lo que se emite de A se quita de B, lo cierto es que, para adquirir una empresa y tomar control de ella, es costumbre pagar a sus accionistas actuales una ‘prima adicional de control’ para que acepten vender sus acciones a la empresa compradora; esa es la razón por la que suele decirse que, en este tipo de operaciones, se produce una transferencia de riqueza desde los accionistas de la empresa compradora hacia los accionistas de la empresa adquirida. El hecho de tener que pagar un poco más para hacerse con el control total de la compañía adquirida provoca que, en este tipo de transacciones, el efecto neto sobre las ganancias por acción habitualmente termine siendo negativo. Partiendo de esta situación negativa y habiendo diluido el valor de los accionistas, los gerentes de la empresa compradora se encuentran en la situación de estar obligados a hacer un trabajo excepcional de mejora de la empresa adquirida, tanto en sus ingresos como en sus márgenes de rentabilidad operativa de tal manera que

el aumento de sus ganancias por acción más que compense a los accionistas por el perjuicio que recibieron con la emisión de acciones.

Además de los tres casos ‘puros’ ejemplificados en los párrafos anteriores, existen también todo tipo de adquisiciones ‘híbridas’ que se realizan parcialmente con dos de las formas de financiamiento mencionadas anteriormente. Los efectos que tienen estos tratos sobre la empresa compradora son los mismos descritos en los casos ‘puros’ pero ajustados de manera proporcional al porcentaje de la adquisición que se financia con cada instrumento. Por ejemplo: Si la empresa A financia la adquisición de la empresa B con un 90% de emisión de deuda y un 10% de emisión de acciones, es evidente sus efectos sobre la empresa A se parecerán mucho más al caso de adquisición con emisión de deuda que al caso de adquisición con emisión de acciones, sobre todo por el hecho de que, a pesar de que A emitió acciones para realizar la operación, cuando adquiera a B y la retire de cotización, la cantidad de acciones final que terminará teniendo A será menor a la cantidad de acciones inicial que sumaban ambas compañías juntas así que el efecto neto del trato será el de una reducción en la oferta de acciones que cotizaban anteriormente en el mercado y, por lo tanto, las ganancias por acción de A aumentarán.

Si bien es cierto que los ejemplos descritos en los párrafos anteriores no reflejan en absoluto la enorme cantidad de motivaciones particulares que pueden tener los gerentes de una empresa para realizar una adquisición, reflejan al menos el caso general en el que el objetivo de adquirir una empresa es aumentar los ingresos, ganancias y márgenes de rentabilidad de ambas empresas combinadas. Un ejemplo de una motivación diferente podría ser que la empresa AAA quiere comprar a la empresa BBB para obtener una patente que tiene BBB y que le va a permitir a AAA desarrollar un nuevo producto que más que compensará los costos de la adquisición de BBB y que a AAA le llevaría años desarrollar desde cero. En este caso, AAA no estaría comprando BBB por las ganancias puntuales que esta última esté obteniendo sino por esa pieza puntual de propiedad intelectual que necesita para el nuevo producto que está queriendo desarrollar.

Las adquisiciones financiadas con dinero en efectivo y deuda son más habituales durante las etapas iniciales e intermedias de los mercados alcistas debido a que, como en esas etapas las valuaciones de las empresas a nivel general son bajas y la curva de tasas tiene pendiente positiva, tanto el crédito bancario como las posibilidades de emisión de deuda en el mercado de capitales son abundantes así que los incentivos de las empresas están puestos en priorizar esas fuentes de financiamiento. Ahora bien, a medida que el mercado alcista va madurando, la curva de tasas se va invirtiendo y el sentimiento inversor se va tornando eufórico es mucho más probable comenzar a ver una cantidad cada vez mayor de fusiones o adquisiciones financiadas con emisión de acciones debido a que los gerentes aprovechan las altas valuaciones que tienen sus compañías y la demanda de acciones que hay por parte de inversores eufóricos para emitir acciones y utilizar ese dinero con diferentes propósitos, siendo uno de los más comunes la concreción de fusiones y adquisiciones. Un corolario que puede extraerse de lo anterior es que, cuando se produce un gran aumento de la actividad de

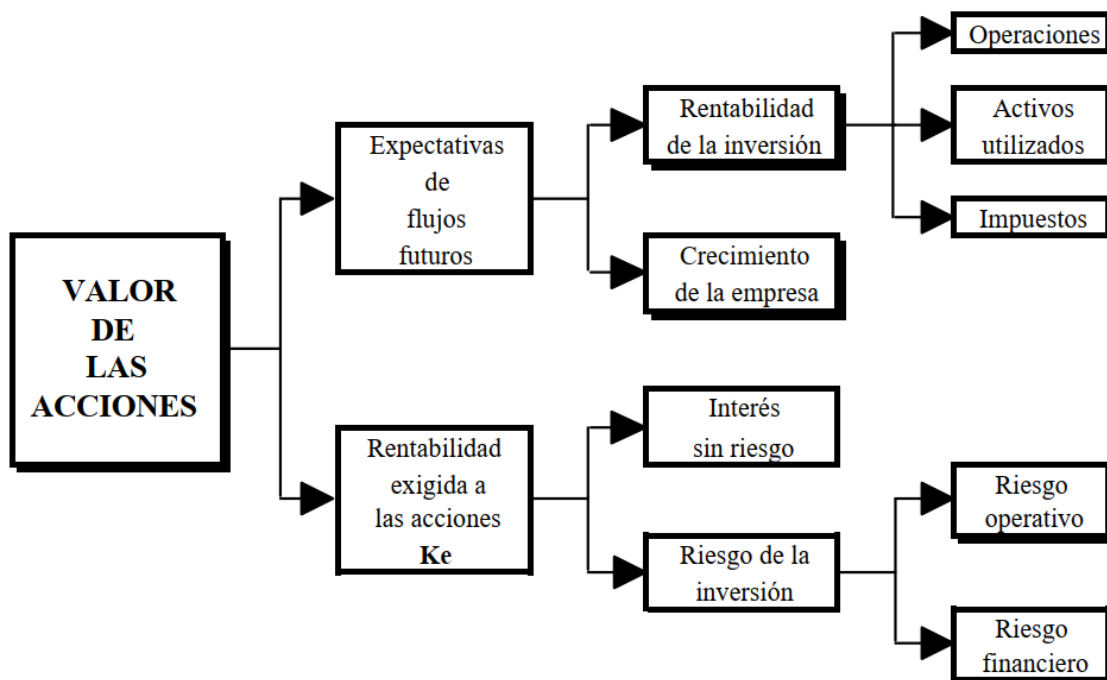
fusiones y adquisiciones financiadas con emisión de acciones, esa puede ser una señal bastante clara de que el mercado alcista está cerca de finalizar.

Paso 11: Valuación

Ha llegado el momento de ponerle números a todos los aspectos cualitativos de la empresa analizados en los pasos anteriores; para realizar esta tarea se utilizará la metodología para el cálculo del “Free Cash Flow to Firm” descrita por Damodaran (2012). La valoración por descuento de flujos de caja consiste en el descuento de los flujos esperados a una tasa ajustada al riesgo que representa el costo de oportunidad del capital.

Factores clave que afectan al valor: crecimiento, rentabilidad, riesgo y tipos de interés

Como muestra el siguiente diagrama, tomado de Fernández (2008), el valor de las acciones depende de los flujos futuros esperados y de la rentabilidad exigida a las acciones. A su vez el crecimiento de los flujos futuros depende de la rentabilidad de las inversiones y del crecimiento de la empresa. Por otro lado, la rentabilidad exigida de las acciones depende de una variable sobre la que la empresa no tiene control, el tipo de interés sin riesgo, y del riesgo de las acciones que, a su vez, podemos dividir en riesgo operativo y riesgo financiero.



Como complemento, la siguiente tabla, también tomada de Fernández (2008), muestra que el valor de las acciones depende principalmente de tres factores (value drivers) primarios:

- Los flujos futuros.
- La rentabilidad exigida a las acciones.
- La comunicación con el mercado.

El driver “comunicación con el mercado” no sólo se refiere a la comunicación y transparencia con los mercados financieros de acciones sino también a la comunicación con: analistas, empresas de rating, entidades reguladoras, consejo de administración, empleados, clientes, canales de distribución, empresas asociadas, proveedores, entidades financieras y, por supuesto, accionistas.

Es muy importante que las empresas identifiquen cuáles son los parámetros fundamentales que más inciden en el valor de sus acciones y en la creación de valor, a lo cual hay que sumar también el hecho de que, lógicamente, la importancia de cada factor no será la misma para las distintas unidades de negocio.

VALOR DE LAS ACCIONES																					
FLUJOS FUTUROS												RENTABILIDAD EXIGIDA A LAS ACCIONES									
<i>Expectativas de rentabilidad de la inversión</i>				<i>Expectativas de crecimiento de la empresa</i>								Interés sin riesgo		Prima de riesgo del mercado		Riesgo operativo			Riesgo financiero		
Periodo de ventaja competitiva				Activos utilizados												Sector, país, legislación					
Margen sobre ventas				Regulación												Control interno					
Impuestos				Equipo directivo. Remuneración												Empresa compradora / comprable					
Cultura corporativa. Personas				Negocios actuales / barreras entrada												Riesgo percibido por el mercado					
				Adquisiciones / desinversiones												Financiación					
				Estructura competitiva del sector												Liquidez					
				Nuevos negocios / productos												Tamaño					
				Desarrollo tecnológico												Control de riesgos					
				Opciones reales																	
Comunicación con el mercado																					

Suposiciones para la búsqueda del valor intrínseco de una empresa

Existen cuatro suposiciones (hipótesis) básicas que son necesarias para realizar la estimación del valor de una empresa: los flujos de caja de los activos existentes (netos de las necesidades de reinversión e impuestos); el crecimiento esperado de estos flujos de caja para el período que estamos

considerando; el costo de financiar estos activos y una estimación de lo que la empresa valdrá al final del período considerado.

Flujos de caja

El flujo de caja libre de la empresa es la caja que queda disponible después de cumplir con los impuestos y con todas las necesidades de reinversión, pero antes de intereses y pagos de amortizaciones de deuda. Para obtener el flujo de caja de la empresa hay que empezar por el resultado operativo (Earnings before interests and taxes o EBIT) y sustraer los impuestos pagados y la reinversión.

Para calcular la reinversión, primero tomaremos el gasto en capital (suele aparecer en el Activo bajo el nombre de ‘Propiedad, plata y equipamiento’) y le restaremos la depreciación; el *gasto neto en capital* resultante representa las inversiones en activos de largo plazo que está realizando la gerencia. Dependiendo de la industria a la que pertenezca la compañía puede que sea necesario agregar como gastos en capital al gasto que la empresa incluye en el ítem de ‘investigación y desarrollo’. Para calcular lo que una empresa está reinvertiendo en sus activos a corto plazo (existencias, cuentas por cobrar, etc.), es necesario calcular los cambios no monetarios que sufre el capital circulante (también llamado capital de trabajo, el cual se calcula como: activos corrientes no monetarios menos pasivos corrientes que no exigen el pago de intereses). Sumando el gasto neto en capital a los *cambios no monetarios en el capital circulante* obtenemos la *reinversión total*. Esta reinversión reduce el flujo de caja de los accionistas pero proporciona un aumento del valor de la empresa en forma de crecimiento futuro.

La fórmula final del flujo de caja libre para la empresa (FCFF) es la siguiente: Resultado operativo después de impuestos – (Gasto neto en capital + Cambios no monetarios en capital circulante).

Riesgo (Costo de capital)

Los flujos de caja que tienen más riesgo se deberían valorar a un valor menor que los flujos de caja más estables. En los modelos de valoración por descuento de flujos de caja se utilizan tasas de descuento mayores para flujos de caja más riesgosos y menores para flujos más seguros. Por ejemplo: Las acciones en un negocio bastante estable pueden en realidad ser una inversión muy riesgosa si la empresa está empleando demasiada deuda para financiarlo.

En términos de tasa de descuento, el riesgo del negocio se mide mediante el costo ponderado del capital, el cual es una media ponderada del costo de los fondos propios y del costo de la deuda, con la ponderación que refleje el uso proporcional que la empresa hace de cada fuente de financiación.

Hay tres hipótesis (suposiciones) que, al realizar la valuación de una empresa, deben formularse acerca del costo de los fondos propios: la tasa libre de riesgo, el precio del riesgo (prima de riesgo de los fondos propios) general del mercado y una medida del riesgo relativo (beta) de la inversión individual que se esté analizando.

Tasa libre de riesgo: Puesto que sólo pueden emitir títulos libres de riesgo las entidades que no pueden quebrar, en general se utilizan bonos de deuda pública a diez o treinta años como tasa libre de riesgo, asumiendo de forma implícita que los gobiernos no pueden quebrar y pagan siempre sus deudas en moneda local (a pesar de que eso ya fue desmentido por Reinhart y Rogoff (2009), continúa siendo la mejor suposición que puede hacerse en una valuación acerca de la tasa libre de riesgo a utilizar).

Prima de riesgo de los fondos propios (Equity Risk Premium o ERP, por sus siglas en inglés): Es la prima que los inversores demandan en términos anuales para invertir en acciones en lugar de en inversiones libres de riesgo. Tal como afirma Fernández (2017c), la Prima de Riesgo del Mercado es uno de los parámetros financieros más investigados y controvertidos, a la vez que es también uno de los que mayor confusión genera, y gran parte de la confusión se debe a que el término “Prima de Riesgo del Mercado” (PRM) designa cuatro conceptos y realidades muy diferentes entre sí:

1. **PRM Histórica (PRMH):** Es la diferencia entre la rentabilidad promedio histórica de las acciones (representadas por un índice bursátil) y la rentabilidad actual o promedio de la renta fija.
2. **PRM Esperada (PRME):** Es el valor esperado de la rentabilidad futura que tendrán las acciones por encima de la rentabilidad que ofrece la renta fija.
3. **PRM Exigida (PRMX):** Es la rentabilidad incremental que un inversor exige subjetivamente al mercado bursátil (representado por una cartera diversificada de acciones) por encima de la renta fija sin riesgo (required equity premium). **Esta es la prima que se debe utilizar para calcular la rentabilidad exigida a las acciones.**
4. **PRM Implícita (PRMI):** Es la prima de riesgo de mercado sale implícitamente al utilizar la fórmula de Gordon-Shapiro del modelo de dividendos descontado en el índice del mercado. Dicho de otra manera, dado el valor actual del índice del mercado, se calculan sus dividendos esperados y una vez que tenemos esos dos valores, la tasa de descuento que iguala el valor actual del índice con el de los dividendos esperados es la prima de riesgo implícita del mercado.

La conclusión principal que saca Fernández (2017c) es que es imposible determinar “la” prima de riesgo “del mercado” porque tal número no existe debido a las heterogéneas expectativas de los

inversores, así que deberíamos evitar perder el tiempo intentando calcular un número que es imposible de calcular.

De las cuatro alternativas posibles, **ni Fernández (2017c) ni Damodaran (2012) recomiendan utilizar la PRM histórica** debido a que, a diferencia de las otras tres que miran hacia el futuro, la prima de riesgo histórica, como su nombre lo indica, mira hacia el pasado y por lo tanto, nos lleva exactamente en la dirección contraria.

¿Por qué sucede esto? Porque al ser calculada mediante un promedio histórico, la PRM histórica se hace más pequeña cuando los mercados caen y se hace más grande cuando los mercados suben, lo cual provoca que exijamos un menor rendimiento cuando los mercados bajan siendo que, en realidad, deberíamos exigir un mayor rendimiento a causa del mayor riesgo asumido, a la vez que provoca que exijamos un mayor rendimiento cuando los mercados suben mucho siendo que, en realidad, deberíamos exigir un menor rendimiento como resultado de que el riesgo asumido bajó.

Por ejemplo: Supongamos que la rentabilidad promedio histórica del S&P500 por encima de la renta fija es del 10% pero que durante el año pasado a las acciones les fue muy mal y el índice cerró el año cayendo un 15%. Esto provocará que, al recalcular la PRM histórica incorporando la caída del año anterior, ésta sea ahora menor al 10% y que por lo tanto, esto me lleve a valuar empresas exigiéndole a las acciones un rendimiento menor al que les exigía durante el año anterior, cuando en realidad, teniendo en cuenta la baja producida durante el año anterior, lo lógico sería que ahora les exija a las acciones un rendimiento mayor al que les exigí durante el año pasado como resultado de que las mismas han demostrado que su riesgo actual es mayor. El caso opuesto sucede cuando utilizamos PRM históricas en mercados alcistas cuyo índice ha subido durante el año anterior ya que, al recalcular la PRM histórica incorporando la suba del año anterior, esto nos lleva a exigirles a las acciones un rendimiento cada vez mayor a pesar de que los mercados, cuando suben, suelen hacerlo con volatilidad decreciente y que, por lo tanto, ante esta situación, lo lógico sería exigirles a las acciones un rendimiento cada vez menor a medida que suben y disminuye su volatilidad, en lugar de exigirles uno cada vez mayor.

De las tres alternativas restantes, Damodaran se ha decidido por utilizar la **PRM implícita** debido a que considera que el mercado, en su conjunto, es bastante eficiente en lo referente a estimar el valor de la cartera del índice y en estimar además el flujo de dividendos y recompras de acciones que se recibirá; prueba de ello es que si ingresamos a su web personal veremos que en su propia página de inicio (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) tiene calculado el valor de la PRM implícita (y lo actualiza todos los meses) para que de esta manera, quienes la utilizan al igual que él, no tengan la necesidad de calcularla gracias a que pueden tomarla directamente de ahí.

Por el lado de Pablo Fernández, él ha concluido que lo mejor para el inversor es utilizar la **PRM exigida**. Dicha PRM es la rentabilidad adicional, por sobre la que ofrecen los bonos del estado, que un inversor subjetivamente exige a una inversión en una cartera diversificada de acciones. La **PRM exigida** es la respuesta a la siguiente pregunta: Sabiendo que su dinero invertido en bonos del

Estado a largo plazo le proporcionará con casi absoluta seguridad una rentabilidad del RF%, ¿Qué rentabilidad adicional exigiría subjetivamente a una inversión en una cartera diversificada (compuesta por acciones de casi todas las empresas del mercado), de manera tal que se sienta compensado por el riesgo que asumiría? Por supuesto, repito, distintos inversores utilizarán distintas PRM exigida.

La **PRM esperada** es la respuesta a la pregunta: ¿Qué rentabilidad espero que proporcionen las acciones (medidas por el índice de referencia del mercado) por encima de la renta fija durante los próximos años? Algunos autores tratan de encontrar la PRME haciendo encuestas y tal es el caso del propio Fernández que todos los años realiza una encuesta a profesores y profesionales de las finanzas para justamente encontrar la PRM promedio esperada en 69 países. Si el lector desea consultar los resultados de su última encuesta puede dirigirse a la web del profesor en la Social Sciences Research Network⁶⁰.

Muchos artículos y libros sostienen explícita o implícitamente que existe “la” PRM esperada pero, sin embargo, como los inversores, directivos y profesores no tienen “expectativas homogéneas”, no poseen la misma cartera de acciones y, por lo tanto, tienen diferentes PRM esperadas ya que, para que todos los inversores tengan la misma PRM esperada, es preciso suponer en ellos expectativas homogéneas o que existe “un inversor representativo” del mercado pero, con el conocimiento que tenemos actualmente sobre los mercados financieros podemos afirmar que tal hipótesis no es razonable. Una conclusión interesante sobre la PRM esperada puede ser aquella a la llegan Brealey, Myers y Allen (2020) cuando afirman que “De este debate sólo surge una conclusión firme: **no confíe en nadie que diga saber qué rentabilidad futura para las acciones esperan los inversores**”.

¿Cuál sería entonces la diferencia entre utilizar la PRM exigida y la esperada? Como afirma Fernández (2017c), la PRM que debemos utilizar en una valuación es la exigida así que veamos un ejemplo para que se entienda claramente la diferencia:

Supongamos que estoy valuando una empresa estadounidense y que debo determinar la PRM que voy a utilizar en dicha valuación. Como en una valuación proyectamos flujos de fondos futuros para, generalmente, los próximos 10 años, eso quiere decir que la PRM a calcular deberá tener en cuenta no solo el rendimiento del próximo año sino que debería representar además el rendimiento promedio de, al menos, los próximos 5 años para, de esta manera, ser representativa.

Subjetivamente, en base a los conocimientos que tenga de finanzas y a mis expectativas sobre lo que sucederá durante los próximos años, vamos a suponer que espero que el índice que representa a las acciones suba más o menos un 12% promedio por año y si, a su vez, espero que la tasa libre de riesgo sea de, por ejemplo, el 2%, eso quiere decir que mi PRM esperada para los próximos años es del 10% pero además, vamos a suponer que, por mis conocimientos, mis experiencias, mi

⁶⁰ https://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=12696

temperamento y mi forma de ser, me siento compensado con un rendimiento de las acciones de al menos un 8%; lo cual quiere decir que mi PRM exigida es del 6% (8%-2%).

En resumen, subjetivamente tengo la expectativa de que las acciones generarán un rendimiento promedio anual por encima de la tasa libre de riesgo del 10% anual para los próximos años pero, también subjetivamente, me siento compensado con un rendimiento promedio anual del 8%. En este caso Pablo Fernández va a afirmar que, en mi valuación de la empresa, debo utilizar una PRM exigida del 6% debido a que esa es la PRM que se deriva del rendimiento que me hace sentir personalmente compensado por el riesgo asumido. Nunca nos olvidemos que toda valuación es, siempre y en última instancia, una opinión subjetiva del analista acerca del futuro que tendrá la empresa que está valorizando.

Riesgo relativo o beta: Tanto Pablo Fernández como Damodaran recomiendan NO utilizar betas calculadas mediante regresiones por considerarlas una forma muy defectuosa de estimar el riesgo relativo de la empresa con relación a la cartera del mercado.

En el caso de Damodaran (2012), en el capítulo 8 de su libro “Investment Valuation [3rd Edition]” recomienda utilizar las denominadas “Botton-Up Beta” que consisten básicamente en lo siguiente:

1. Calcular la beta histórica de la empresa que se está valuando.
2. Determinar a qué sector pertenece la empresa que estamos valuando y encontrar empresas de ese sector que sean similares a ella. Calcularles a esas empresas sus respectivas betas mediante regresiones de datos históricos. Gracias a esto se obtiene un conjunto de betas de empresas compuesto por la de la empresa que se está valuando y sus empresas similares, el cual puede considerarse como una muestra representativa del sector al que pertenecen.
3. Calcular la beta promedio del sector y desapalancarla mediante la siguiente forma: $\text{Beta promedio del sector} / (1 + (1 - \text{tasa impositiva}) (\text{Deuda/Equity promedio de las empresas del sector}))$
4. Calcular la beta apalancada de la empresa que estamos valuando mediante la siguiente fórmula: $\text{Beta desapalancada del sector} * (1 + (1 - \text{tasa impositiva}) (\text{Deuda de la empresa a valuar/Equity de la empresa a valuar}))$.

Como podemos ver, a pesar de que Damodaran no recomienda utilizar betas calculadas mediante regresiones, sí confía mucho en los promedios de betas y de hecho utiliza las betas calculadas mediante regresiones para estimar la beta promedio del sector que luego desapalancará y volverá a apalancar con la estructura de capital de la empresa que pretende valuar.

Para Fernández y Carabias (2015) concretamente, las betas calculadas con datos históricos son muy defectuosas porque cambian mucho en poco tiempo y adolecen de muchos problemas. Según sus investigaciones estos autores consideran que es un error enorme utilizar las betas calculadas con

datos históricos para estimar la rentabilidad exigida a las acciones o para medir la gestión de una cartera de valores por siete razones:

- Porque las betas calculadas con datos históricos cambian mucho de un día para otro.
- Porque las betas calculadas dependen de qué índice bursátil se tome como referencia.
- Porque las betas calculadas dependen mucho de qué período histórico (5 años, 3 años,...) se utilice para su cálculo.
- Porque las betas calculadas dependen de qué rentabilidades (mensuales, anuales,...) se utilicen para su cálculo.
- Porque, con mucha frecuencia, no sabemos si la beta de una empresa es superior o inferior a la beta de otra empresa debido a que no siempre sabemos de qué manera fueron calculadas o si se utilizaron ajustes arbitrarios para disminuir la dispersión de las mismas, como puede ser el caso, por ejemplo, de las betas ajustadas que muestra Bloomberg.
- Porque las betas calculadas con datos históricos tienen muy poca relación con la rentabilidad futura de las empresas.
- Porque la correlación (y el R^2) de las regresiones que se utilizan para calcular las betas son muy pequeñas y las dispersiones (desviación estándar) de los resultados suelen ser muy altas.

Debido a estas siete razones podemos afirmar que la beta calculada con datos históricos no es una buena aproximación de la beta de la empresa. Sumado a eso, las betas calculadas con datos históricos tienen muy poco sentido en muchas ocasiones; por ejemplo: empresas de gran riesgo pueden tener betas calculadas inferiores a las de empresas de menor riesgo solo porque la empresa de gran riesgo es además una empresa de gran tamaño que tiene una alta ponderación dentro del índice que se utiliza para calcular la regresión, lo cual le permite tener una beta cercana a 1 por el hecho de estar, en parte, comparándose contra sí misma. Esto es lo que sucedía, por ejemplo, con Nokia en la bolsa de Finlandia ya que, en su momento de mayor capitalización de mercado, la empresa llegó a tener una ponderación del 72% dentro del índice de referencia y, como se supondrá, su beta era prácticamente de 1 a causa de que, literalmente, se estaba comparando contra sí misma, como lo muestran Lally y Swidler (2008).

¿Cuál sería entonces, para Pablo Fernández, la manera correcta de calcular la beta de la empresa? La beta que debe utilizarse en la valoración de una empresa debe estar ligada al riesgo que el valorador subjetivamente perciba en los flujos de fondos futuros esperados para la empresa que está valuando. El uso de una beta calculada con datos del pasado para valorizar flujos futuros es, por definición, inconsistente.

Sumado a eso, y para simplificar mucho la vida, Fernández y Bermejo (2019) hicieron una investigación en la que básicamente mostraron que, de la muestra de 30 empresas que conforman el índice Dow Jones, solo en 2 de ellas la beta calculada mediante regresión lineal tuvo un valor

predictivo de los rendimientos futuros de sus acciones que fue superior a haber utilizado una beta igual a 1 así que, como conclusión, ellos aconsejan que, si no podemos tomarnos el tiempo para estimar una beta cualitativa basada en la sensatez y cuyo valor surja de estimaciones de los riesgos inherentes a los flujos futuros de la empresa que estamos valorizando, que directamente utilicemos una beta igual a 1 ya que, en la mayoría de los casos, esta nos permitirá obtener mejores resultados que los obtenidos mediante betas calculadas por regresiones.

Costo de la deuda: Mientras que los inversores en acciones reciben los flujos de caja sobrantes y son quienes asumen el mayor riesgo por esos flujos, los que prestan a la empresa se enfrentan al riesgo de no recibir los pagos comprometidos, tanto intereses como amortizaciones de capital. Para cubrirse y a la vez ser recompensados ante ese riesgo de incumplimiento los prestamistas añaden un margen de incumplimiento a la tasa libre de riesgo cuando prestan dinero a las compañías: cuanto mayor es el riesgo percibido de incumplimiento, mayor será el margen de incumplimiento y costo de la deuda. Para estimar este margen de incumplimiento, puedes hacerse uso de la calificación de la deuda de la compañía, si es que existe, la cual es publicada por agencias de calificación como S&P o Moody's. En esos casos, como cada calificación crediticia viene acompañada con un spread de rendimiento por sobre la tasa libre de riesgo, el inversor puede utilizarlo como un aproximador fiable del costo de la deuda que tiene la empresa que está valorizando. Si no hay ninguna calificación publicada, se puede estimar una calificación sintética para la empresa según el ratio de resultado operativo (EBIT) dividido el gasto en intereses (este ratio es llamado 'cobertura de intereses'); un mayor ratio de cobertura de intereses dará lugar a calificaciones mayores, mientras que una menor ratio de cobertura de intereses dará lugar a calificaciones menores⁶¹. Una vez que, a partir de ese ratio, el inversor tenga la calificación de la deuda, puede estimar el margen de incumplimiento acudiendo a bonos cotizados que tengan esa misma calificación.

Una vez que se han obtenidos todos estos datos es posible calcular el costo de capital de la empresa que se está valuando. A continuación se ofrece un cuadro que resume todo ese proceso:

⁶¹ El propio Damodaran, en su página, web ofrece una tabla actualizada que le asigna una calificación crediticia a cada ratio de cobertura de intereses: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html

Fórmulas para valorar una empresa según el descuento de Flujos de Fondos

$$\text{Value} = \frac{CF_1}{(1+i)^1} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_\infty}{(1+i)^\infty} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+i)^n}$$

where

CF = cash flow

i = discount rate

n = time periods from one to infinity

(2) *Fair Market Value Estimate*

$$\text{Value} = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{TV_t}{(1+i)^t}$$

where

CF = cash flow

i = discount rate

n = time periods, time = 1 to t

TV = terminal value.

Habitualmente, a la hora de valorar una compañía, lo que se suele hacer es calcular el flujo de caja libre (free cash flow) descontándolo a la tasa que representa el costo promedio ponderado del Capital (WACC), el cual generalmente está compuesto de deuda y acciones (equity). Por esta razón es que la tasa de descuento i en la mayoría de las valuaciones termina siendo el WACC.

WACC: Costo Promedio Ponderado de Capital

Es una medida del costo de capital en la que se considera, además del costo, el peso relativo de cada fuente de fondeo disponible para la empresa o proyecto.

$$WACC = \underbrace{\left[\frac{D}{D+E} \right]}_{\text{Peso relativo de la deuda en las fuentes de fondeo}} * \underbrace{Kd(1-t)}_{\text{Costo de deuda ajustado por tasa impositiva (descuento fiscal)}} + \underbrace{\left[\frac{E}{D+E} \right]}_{\text{Peso relativo del capital en las fuentes de fondeo}} * \underbrace{Ke}_{\text{Costo del Patrimonio}}$$

D: Monto de Deuda

E: Monto de capital o patrimonio (recursos propios)

Kd: Costo de deuda – Remuneración deudores

Ke: Costo de capital o patrimonio – Remuneración accionistas - socios

t: Tasa impositiva vigente

El costo del Equity (Capital de la Empresa) surge del modelo CAPM:

$$ke = rf + Be * (rm - rf) + \text{Riesgo País}$$

donde: rf : risk free rate / tasa libre de riesgo

Be : Equity Beta

rm : market risk / riesgo mercado

$rm - rf$: risk premium / prima de riesgo

Riesgo País: Diferencial de tasas entre bonos de EEUU y bonos del país

Fuente: Elaboración propia.

Tasas de crecimiento

Cuando nos enfrentamos a la tarea de estimar el crecimiento de los cashflows futuros de una empresa, no es sorprendente que los analistas se fijen en el pasado y utilicen el crecimiento de los ingresos o de las ganancias obtenidas anteriormente como predictor del crecimiento futuro. Hacer esto es de sentido común pero, sin embargo, las tasas de crecimiento históricas para una misma compañía pueden variar dependiendo de cómo realicemos el cálculo: Depende de cuánto nos vayamos hacia el pasado, qué indicador de ganancias utilicemos (resultado neto, ganancias por acción, resultado operativo), y cómo calculemos la media (aritmética o geométrica). A pesar de que esta práctica de estimación futura de cashflows es muy popular entre los valuadores, es importante tener en cuenta que la relación entre el crecimiento pasado y futuro para la mayoría de las compañías es muy débil debido a que el crecimiento cae de forma significativa a medida que las empresas crecen y, sumado a eso, existe una volatilidad significativa entre los cashflows de un período a otro, sobre todo cuando la empresa tiene un alto apalancamiento operativo.

De forma alternativa, se puede recurrir a ‘*expertos*’ que conozcan la empresa mejor que quien la está valuando (analistas de renta variable que han seguido la compañía durante años o gestores de la empresa) y usar sus estimaciones de crecimiento. El lado positivo de hacer esto es que es posible que dichos expertos tengan acceso a mejor información que la mayoría de los inversores pero, a su vez, el lado negativo es que ni los gerentes, que tienen tendencia a sobreestimar su capacidad de generar crecimiento en la empresa que gestionan, ni tampoco los analistas de renta variable, que cuentan con sus propios sesgos, pueden ser objetivos sobre el futuro de la compañía.

Si las estimaciones procedentes del crecimiento histórico y de los analistas aportan tan poco valor, ¿cuál es la solución? En última instancia, para que una empresa crezca, tiene que mejorar la gestión de sus inversiones existentes (crecimiento por eficiencia) o acometer nuevas inversiones (crecimiento por nuevas inversiones). Para capturar el crecimiento por eficiencia, hay que medir el potencial de reducción de costos de la empresa y, más importante aún, su capacidad de mejora del rendimiento sobre el capital invertido (ROIC). Para medir la tasa de crecimiento procedente de nuevas inversiones hay que mirar qué parte de las ganancias operativas la gerencia está reinvertiendo en el negocio y el retorno que están teniendo las mismas.

En definitiva, la fórmula que utiliza Damodaran (2012) para calcular el crecimiento orgánico que es coherente proyectar para los próximos años de la empresa que se está valuando es:

$$\text{Crecimiento esperado del EBIT} = \text{Tasa de reinversión} \times \text{ROIC}$$

Siendo:

Tasa de reinversión = $(\text{Gastos en capital} - \text{depreciaciones} + \Delta \text{Capital de trabajo}) / [\text{EBIT} (1 - \text{Tasa impositiva marginal})]$

ROIC = $\text{EBIT}_t (1 - \text{tasa impositiva marginal}) / (\text{Valor de libros del Equity}_{t-1} + \text{Valor de libros de la deuda de corto y largo plazo}_{t-1} - \text{Caja e inversiones de corto plazo}_{t-1})$

Valor residual

Las empresas pueden, en teoría, durar para siempre y, puesto que no podemos estimar sus flujos de caja para siempre, en general se establece un límite en los modelos de valoración, deteniendo nuestra estimación en algún momento en el futuro y calculando para ese último periodo un valor residual que refleje el valor estimado en ese momento. Las dos formas válidas de estimar el valor residual son calcular un valor de liquidación para los activos de la empresa, asumiendo que estos activos se venden en el último año, o estimar un valor de negocio en marcha, asumiendo que las operaciones de la empresa continuarán.

Si asumimos que el negocio no sigue en marcha tras el último año de estimación y que los activos son liquidados en ese momento, podemos estimar los ingresos de la liquidación utilizando una combinación entre cotizaciones de mercado (para activos como los inmobiliarios, que tienen acceso inmediato a mercados) y estimaciones. Para empresas que tienen vidas finitas y activos negociables, esto representa una forma razonablemente conservadora de estimar el valor residual.

Si tratamos la empresa como un negocio que continúa al final del período de estimación, podemos estimar el valor de ese negocio en marcha asumiendo que, a partir de entonces, los flujos de caja crecerán a una tasa constante para siempre. Este modelo de crecimiento perpetuo se basa en una simple fórmula de valor presente que nos permite llegar al valor residual:

$$\text{Valor residual} = \text{Flujo de caja del año } n+1 / (\text{WACC} - \text{Tasa de crecimiento perpetuo})$$

Dado que la fórmula de valor residual es muy sensible a pequeños cambios y, por tanto, es propicia para el abuso por parte del analista, hay tres restricciones clave que deberían imponerse en su estimación.

1. Una empresa no puede crecer para siempre a una tasa superior a la tasa de crecimiento de la economía en la que opera. De hecho, una regla práctica para la tasa de crecimiento estable es que no debería superar la tasa libre de riesgo usada en la valoración; la tasa libre de riesgo está compuesta por la inflación esperada y una tasa de interés real, y debería ser igual a la tasa de crecimiento nominal de la economía a largo plazo.
2. Como las empresas suelen ir pasando de altos crecimientos a crecimientos estables, tenemos que asignarles las características propias de las compañías en crecimiento estable. Como regla general, sus niveles de riesgo deberían tender hacia los del mercado y los ratios de deuda/equity deberían de tender hacia el promedio de su industria.
3. Una empresa en crecimiento estable debería reinvertir lo suficiente como para mantener la tasa de crecimiento asumida. Dada la relación que existe entre crecimiento, tasa de reinversión y ROIC, es posible estimar la tasa de reinversión con la siguiente fórmula: Tasa de reinversión = Tasa de crecimiento esperada del EBIT / ROIC. De esta fórmula se deriva que el efecto sobre el valor residual de aumentar la tasa de crecimiento se verá parcial o totalmente compensado por la pérdida de free cashflows debida a la mayor tasa de

reinversión. El hecho de que el valor aumente o disminuya a medida que la tasa de crecimiento se incrementa dependerá completamente de las hipótesis que se hayan hecho acerca de cómo variará el ROIC. Si el ROIC es superior al costo del capital en un período de crecimiento estable, incrementar la tasa de crecimiento estable aumentará el valor. Si el ROIC es igual en el período de estabilidad al costo del capital, aumentar la tasa de crecimiento estable no tendrá efecto sobre el valor. La hipótesis clave en el cálculo del valor residual no es qué tasa de crecimiento hay que utilizar en la valoración, sino qué diferencial de rentabilidad acompañará a esa tasa de crecimiento. Hay algunos analistas que creen que un diferencial de rentabilidad de cero es la única hipótesis sostenible para el crecimiento estable ya que ninguna empresa puede mantener las ventajas competitivas para siempre pero, en la práctica, sin embargo, las compañías con ventajas competitivas sólidas y sostenibles pueden mantener sus diferenciales de rentabilidad durante largos períodos de tiempo, aunque a niveles razonablemente moderados.

¿Qué conclusiones podemos sacar del resultado de la valoración?

¿Qué pasa si se obtiene un valor intrínseco, procedente de tu estimación de flujos de caja y riesgo, que es muy diferente del precio de la acción en el mercado? Hay tres posibles explicaciones:

1. Que el analista haya asumido hipótesis erróneas o poco realistas sobre el crecimiento futuro potencial o el riesgo de la compañía.
2. Que el analista haya cometido errores al evaluar las primas de riesgo del mercado.
3. Que el precio de mercado sea erróneo y que la estimación de valor del analista sea más cercana a la realidad. Incluso en este último escenario, no hay garantía de que quien compre acciones a ese precio vaya a ganar dinero porque, para que esto suceda, los mercados tienen que corregir sus errores y eso puede que no ocurra en el futuro cercano.

De hecho, suele ocurrir que una persona compra acciones de una empresa que considera que está infravalorada y se encuentra con que pasan a estar aún más infravaloradas con el tiempo. Es por ello por lo que tener un horizonte temporal a largo plazo es casi un requisito previo para utilizar los modelos de valoración intrínseca. Darle al mercado más tiempo para corregir sus errores le proporciona al inversor mayores probabilidades de obtener ganancias en el futuro que si sólo espera hasta el próximo trimestre o hasta dentro de seis meses.

En el valor intrínseco de una compañía ya están reflejados sus fundamentales porque es justamente allí en donde todos los aspectos cualitativos de las empresas que fueron analizados y estudiados en los pasos anteriores se transforman en números y convergen en la determinación de su valor. Las estimaciones de flujos de caja, de crecimiento, de rentabilidad y riesgo están incorporadas en ese

valor, y estas a su vez ya deberían tener en cuenta todos los demás factores cualitativos que fueron analizados anteriormente así que no hay necesidad de añadir nada más.

Luego de realizar la valuación de una compañía se recomienda buscar análisis y valuaciones de la misma empresa realizadas por otras personas ya que eso permite al inversor darse cuenta de aspectos que posiblemente haya omitido en su propia valuación a la vez que le permite comparar con otros analistas las suposiciones que ha volcado en las proyecciones a futuro de cash flows, márgenes de rentabilidad y riesgo que ha realizado. Gracias a esto el inversor puede determinar si la ‘historia’ que se cuenta a sí mismo acerca de cómo será el futuro de la empresa que ha valorizado está en línea con lo que opinan otros inversores del mercado o si parece ser demasiado optimista o pesimista.

Los análisis de empresas suelen ser denominados ‘tesis de inversión’ (investment thesis), ‘bull case’ en caso de que quien haga el análisis crea que la acción va a subir y ‘bear case’ en el caso de que el analista crea que su precio va a caer así que, para buscar en internet informes realizados por otras personas sobre empresas que nos interesen podemos utilizar estas palabras clave. Por ejemplo: Si estoy analizando Apple y deseo buscar en internet análisis hechos por otros inversores puedo ir a un buscador web y escribir algunos de los siguientes términos de búsqueda:

- AAPL investment thesis
- Apple investment thesis
- AAPL bull case
- AAPL bear case
- Apple bull case
- Apple bear case
- AAPL thesis o Apple thesis

La misma búsqueda que se ha realizado para una empresa puede realizarse para una industria. Por ejemplo, si estoy analizando la industria de los semiconductores y deseo buscar en internet análisis realizados por otras personas puedo escribir ‘semiconductors industry investment thesis’ o utilizar otro de los ejemplos de la lista anterior. Ahora bien, en el caso de las industrias también suele utilizarse la frase ‘a primer’ de tal manera que, en este caso, puede buscarse también ‘semiconductors industry a primer’.

Las webs de investigación académica son también fuentes muy interesantes de análisis de empresas y tesis de inversión así que, al estar analizando una compañía, se recomienda ingresar a webs de ese tipo y poner el nombre de la misma en su buscador debido a que es muy probable que aparezcan investigaciones referidas a ella. Algunas de las webs más utilizadas son:

- Research Gate: <https://www.researchgate.net/>
- Social Sciences Research Network: <https://www.ssrn.com/>

- Mendeley: <https://www.mendeley.com/>
- Google Académico: <https://scholar.google.com/>
- Academia: <https://www.academia.edu/>
- Harzing: <https://harzing.com/>
- DeepDyve: <https://www.deepdyve.com/>
- Semantic Scholar: <https://www.semanticscholar.org/>
- Academig: <https://www.academig.com/>
- Crossref Metadata Search: <https://search.crossref.org/>

Capítulo 5: Ejemplos de aplicación⁶²

Esta sección del presente trabajo de investigación tiene por objetivo mostrar los efectos que puede tener la implementación del método Top-Down en el rendimiento obtenido por portafolios de inversión contruidos por diferentes tipos de inversores, con diferentes horizontes temporales, rentabilidades pretendidas y tolerancia al riesgo.

Por razones de simplicidad, en estos ejemplos solo se llegará hasta el segundo nivel del método Top-Down en el que el inversor selecciona los tipos de activos financieros que integrarán su portafolio y realiza un desglose adicional, separándolos por sus principales características, pero sin llegar, en la mayoría de los casos, hasta el tercer nivel que consiste en la selección de activos financieros concretos. En términos prácticos, sería el equivalente de un inversor cuyo portafolio de inversión está compuesto completamente por ETFs y/o fondos de inversión.

Los activos financieros que estarán disponibles para ser seleccionados como componentes de los portafolios de ejemplo son los siguientes:

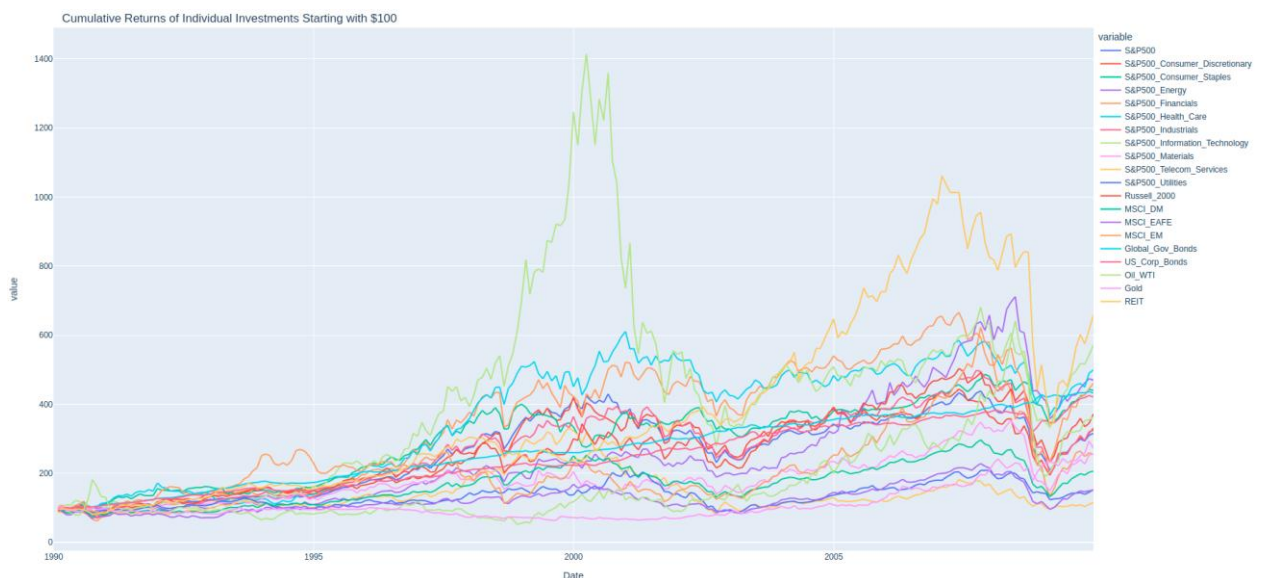
- **Acciones de EEUU:** Índice S&P 500 y todos sus subíndices sectoriales. El índice S&P500 se basa en la capitalización bursátil de las 500 empresas más grandes que poseen acciones que cotizan en las bolsas NYSE o NASDAQ, y captura aproximadamente el 80% de toda la capitalización de mercado de Estados Unidos.
- **Acciones de baja capitalización de mercado:** Índice Russell 2000, el cual está compuesto por 2.000 empresas de baja capitalización que cotizan en mercados de capitales de EEUU.
- **REITs:** El índice FTSE All Equity Nareit está diseñado para presentar a los inversores la familia completa de REIT que abarca el espacio inmobiliario comercial de la economía estadounidense. El índice ofrece a los inversores una exposición a todos los sectores de inversión inmobiliaria gracias a que contiene todos los REITs que cotizan en mercados de capitales de EEUU.
- **Commodities:** Representados por Oro y petróleo WTI.
- **Acciones de mercados emergentes:** Índice MSCI de mercados emergentes, el cual está compuesto por acciones de empresas de gran y media capitalización de mercado de 24 países emergentes. Gracias a estar compuesto por más de 1.300 acciones, este índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada por free floating de cada país.
- **Acciones de mercados desarrollados:** Índice MSCI World, el cual está compuesto por acciones de empresas de gran y media capitalización de mercado de 20 países desarrollados. Gracias a estar compuesto por más de 1.500 acciones, este índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada por free floating de cada país.

⁶² El código fuente de estos ejemplos, programados en el lenguaje de programación Python, se encuentra disponible en el siguiente repositorio:

<https://drive.google.com/drive/folders/1oSonu8HO6yxiRaxwNt1wbrJvfgvsXXBm?usp=sharing>

- **Acciones de mercados desarrollados, excluyendo EEUU y Canadá:** Índice MSCI EAFE, el cual está compuesto por acciones de empresas de gran y media capitalización de mercado de 21 países desarrollados, excluyendo EEUU y Canadá. Gracias a estar compuesto por casi 800 acciones, este índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada por free floating de cada país.
- **Bonos gubernamentales de mercados desarrollados:** Índice FTSE World Government Bond Index (WGBI), el cual mide el rendimiento de bonos soberanos con grado de inversión de tasa de interés fija y en moneda local. El WGBI es una referencia ampliamente utilizada que actualmente incluye deuda soberana de más de 20 países, denominada en una variedad de monedas y que tiene más de 30 años de historia disponible. El WGBI proporciona un amplio portafolio de referencia para el mercado de renta fija soberana a nivel mundial.
- **Bonos corporativos:** Índice ICE BofA de bonos corporativos de EEUU, el cual sigue el rendimiento de la deuda corporativa con calificación de grado de inversión en dólares estadounidenses que cotiza públicamente en mercados de valores de Estados Unidos. Para ser incluidos en el índice, los valores negociables deben tener una calificación de grado de inversión (basada en una media de Moody's, S&P y Fitch) y un país de riesgo con calificación de grado de inversión (basada en una media de calificaciones de deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera de Moody's, S&P y Fitch). Cada valor negociable debe tener más de un año de vencimiento restante, un calendario de cupones fijos y un importe mínimo en circulación de u\$s 250 millones.

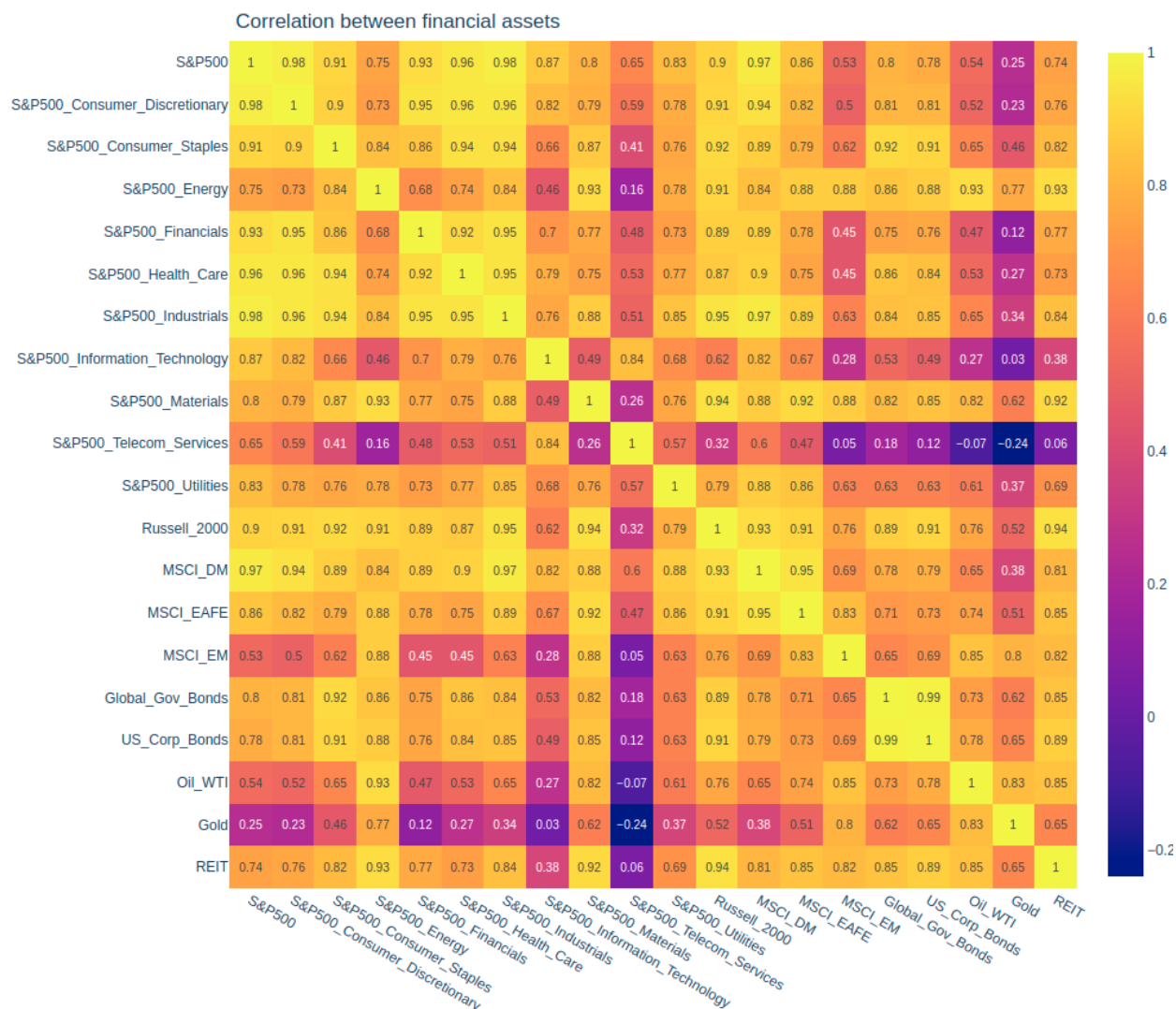
A continuación se ofrece un gráfico en el que se observa el rendimiento acumulado que hubiese obtenido una inversión de u\$s 100 realizada en 1990 y sostenida hasta diciembre de 2009 en cada uno de los activos financieros detallados anteriormente:



Fuente: Elaboración propia

El gráfico anterior permite observar los efectos que tuvieron tanto la burbuja .COM de los años 2000s como la burbuja inmobiliaria del 2007-2008 en el rendimiento de los activos financieros seleccionados.

A continuación se muestra la matriz de correlaciones de los activos financieros seleccionados:



Fuente: Elaboración propia

Este trabajo de investigación utilizará como 'benchmark' de estos ejemplos el portafolio calculado mediante la metodología expuesta por Markowitz (1952).

Luego de ejecutar en las series temporales de los precios de los activos financieros anteriormente propuestos los pasos necesarios para la obtención de la frontera eficiente propuesta por Markowitz, el portafolio que ostenta el máximo ratio de Sharpe, utilizando una tasa libre de riesgo del 3%, tiene la siguiente composición:

- **S&P500_Information_Technology:** 2,1%
- **Global_Gov_Bonds:** 93,4%
- **Oil_WTI:** 2,4%
- **REIT:** 2,1%

Rendimiento promedio anual esperado: 7,47 %

Volatilidad anual: 3,32 %

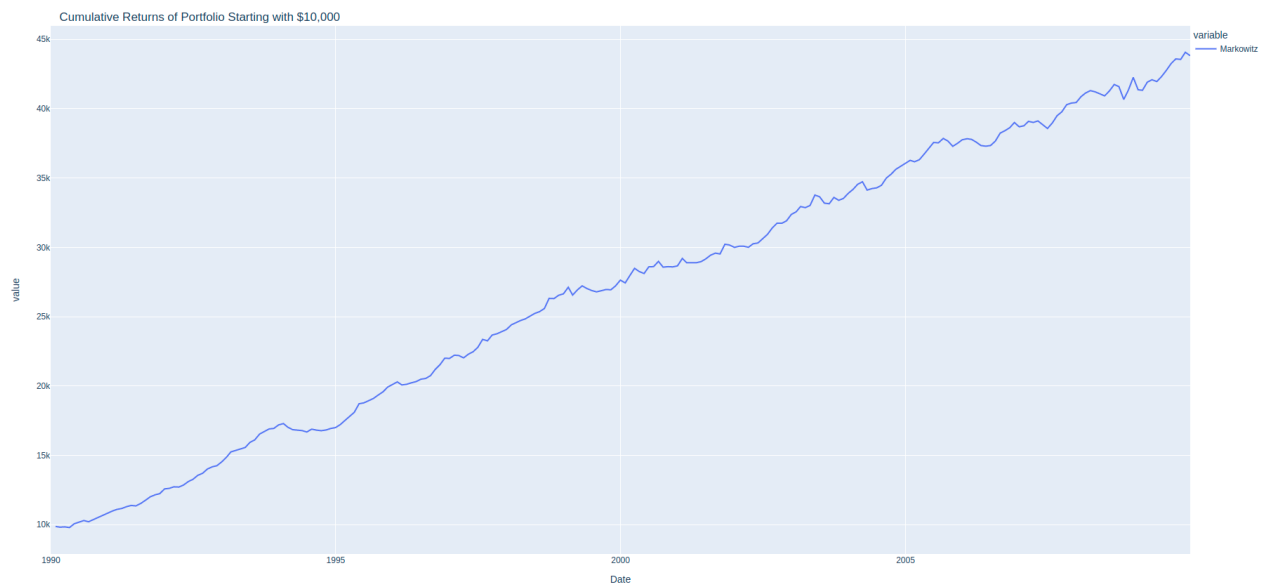
Sharpe ratio: 2,24

Sortino ratio: 4,04

El periodo de tiempo utilizado para la implementación de la metodología de Markowitz sobre los activos financieros seleccionados ha sido 1990-2009.

Uno de los principales problemas, deficiencias o críticas que tiene la metodología de Markowitz para el armado de portafolios eficientes es que tiende a sugerir portafolios muy concentrados en pocos activos, y, como se ve aquí, este caso no ha sido la excepción.

El rendimiento acumulado que hubiera obtenido una inversión de u\$s 10.000 realizada en este portafolio optimizado y mantenida durante el periodo 1990-2009 es el siguiente:



Fuente: Elaboración propia

A continuación, se plantearán diferentes portafolios de inversión que pudieron haberse armado a finales de 2009 utilizando la metodología Top-Down para posteriormente ser mantenidos hasta finales de 2021 y se compararán sus resultados con los que hubiera obtenido el portafolio de

Markowitz, cuya composición se detalló anteriormente, pero antes de proponer los portafolios de ejemplo necesitaremos un poco de contexto:

¿Cómo era el mundo a finales de 2009?

- La economía mundial estaba todavía recuperándose de la fuerte recesión provocada por la crisis financiera de 2008, año en el que el PBI de EEUU había caído casi un 2%.
- El desempleo en EEUU había alcanzado en octubre de 2009 una tasa del 10%, la cual era la más alta desde principios de la década de 1980.
- El mercado financiero de acciones estadounidenses había comenzado a recuperarse desde el mes de marzo, pero el sentimiento inversor aún era pesimista y escéptico con respecto a la fortaleza y continuidad de la recuperación, sobre todo debido a que Europa y los mercados emergentes aún no mostraban señales claras de haber dejado atrás la crisis financiera.
- Las tasas de interés de la FED habían descendido por primera vez en décadas al nivel del 0% y, adicionalmente, este organismo estaba efectuando un programa de flexibilización cuantitativa (quantitative easing) para recomponer las hojas de balance de los bancos y evitar así que fuesen a la quiebra.
- La tasa de interés del bono del tesoro a 10 años estaba situada en la zona del 3,8% y la curva de tasas tenía una pendiente muy positiva gracias a una tasa de 10 años que superaba en más de un 3% a la tasa ofrecida por el bono del tesoro a 3 meses.
- Europa y los mercados emergentes habían sido los principales protagonistas financieros de la década de los años 2000 pero la crisis financiera de 2008 los había golpeado muy fuerte como consecuencia del alto endeudamiento que habían adquirido varios países durante esa década incentivados por las bajas tasas de interés de las que gozó Europa durante gran parte de ese periodo y por el momento, no se estaban recuperando con tanta consistencia como lo estaba haciendo el mercado financiero de EEUU.
- Las empresas del sector financiero y los REITs estuvieron en el epicentro de la crisis financiera de 2008 y, por esa razón, habían sido los activos financieros que más caídas habían sufrido y sobre los que, en ese momento, pesaba la mayor cantidad de dudas con respecto a su recuperación.

Tomando como referencia ese contexto mundial, a continuación se exponen diferentes portafolios de inversión que diferentes inversores pudieron haber constituido en ese momento utilizando la metodología Top-Down. Los rendimientos de estos portafolios serán posteriormente evaluados para el periodo 2010-2021.

Inversor equilibrado: Luego de analizar los drives de más alto nivel, este inversor concluyó que no contaba en ese momento con información suficiente para sesgar significativamente su portafolio de inversión hacia un tipo de activo financiero particular y, por esa razón, consideró que lo más sensato era construirlo con una ponderación equilibrada del conjunto de activos financieros que se

encontraban a su disposición, dado que sus pretensiones de rendimiento anual eran menores al 10% y quería evitar en todo lo posible la pérdida permanente de capital.

Composición del portafolio de inversión:

- **S&P500:** 15%
- **Russell_2000:** 15%
- **MSCI_EM:** 10%
- **Global_Gov_Bonds:** 15%
- **Oil_WTI:** 15%
- **Gold:** 15%
- **REIT:** 15%

Inversor conservador 1: Este inversor tiene muy poca tolerancia al riesgo por lo que es consciente de que no puede pretender que los rendimientos provenientes de sus inversiones sean muy altos si es que desea que la volatilidad de su portafolio no afecte negativamente su estado emocional y su salud. Dado lo recientemente acontecido durante la crisis hipotecaria y financiera de 2008, ha decidido concentrar su portafolio en bonos y en oro, evitando las inversiones inmobiliarias que otrora eran consideradas muy seguras.

Composición del portafolio de inversión:

- **Global_Gov_Bonds:** 40%
- **US_Corp_Bonds:** 30%
- **Gold:** 30%

Inversor conservador 2: Este inversor considera que las tasas de interés están altas pero que no subirán mucho más debido a que la FED está realizando un programa de flexibilización cuantitativa consistente en crear reservas bancarias de la nada para dárselas a los bancos a cambio de bonos del tesoro y los activos tóxicos que poseen (por ejemplo: bonos hipotecarios) con el objetivo de reconstruir, gracias a eso, sus hojas de balance que fueron muy dañadas por la crisis financiera de 2008. Como consecuencia de esta gran demanda adicional de bonos del tesoro proveniente de la FED, este inversor considera que, como lo peor de la crisis ya pasó y las tasas de los bonos del tesoro están altas, es un buen momento para invertir en ellos y en otros activos considerados históricamente como ‘conservadores’, lo cual incluye también a las inversiones inmobiliarias ya que, a pesar de haber estado en el epicentro de la crisis financiera de 2008, este inversor considera que eso no significa que haya que tirar por la borda todos los buenos fundamentos que cualquier inversor sensato sabe que este tipo de activo financiero posee.

Composición del portafolio de inversión:

- **Global_Gov_Bonds:** 30%
- **US_Corp_Bonds:** 30%
- **Gold:** 20%
- **REIT:** 20%

Inversor con sesgo de continuidad: Este inversor ha quedado muy anclado tanto de manera mental como emocional a los tipos de activos financieros que obtuvieron los mejores resultados durante la década de los años 2000 así que puede afirmarse que sufre del sesgo de creer que “lo que ha venido siendo, continuará siendo” y, por esa razón es que ha decidió construir su portafolio de inversión para esta nueva década con los activos financieros que obtuvieron los mejores rendimientos durante la década anterior, es decir oro, petróleo, acciones europeas, acciones de mercados emergentes, acciones de empresas del sector industrial estadounidense, acciones de empresas del sector energético estadounidense, bonos high yield, real estate y empresas financieras (a pesar de todo lo que cayeron como consecuencia de la crisis de 2008).

Composición del portafolio de inversión:

- **S&P500_Energy:** 20%
- **S&P500_Financials:** 10%
- **S&P500_Industrials:** 10%
- **MSCI_EM:** 10%
- **MSCI_EAFE:** 10%
- **US_Corp_Bonds:** 10%
- **Oil_WTI:** 10%
- **Gold:** 10%
- **REIT:** 10%

Inversor en empresas ‘de valor’ (value): Este es el típico ‘value investor’, seguidor de la filosofía de inversión de Warren Buffett, Philip Fisher, Peter Lynch, Howard Marks y otras leyendas de los mercados financieros. Este fundamento teórico provoca que sea un inversor que tiende fuertemente a invertir en empresas con bajos ratios de P/E, P/BV y EV/Sales así que, no importa lo que suceda en el contexto económico local e internacional, su portafolio de inversión estará siempre constituido principalmente por acciones de empresas que muestren estas características, las cuales en su gran mayoría, pertenecen a los siguientes sectores: Financiero, energético, materiales, utilities, industrial, real estate y consumo básico.

Composición del portafolio de inversión:

- **S&P500_Consumer_Staples:** 10%

- **S&P500_Energy:** 15%
- **S&P500_Financials:** 15%
- **S&P500_Health_Care:** 5%
- **S&P500_Industrials:** 15%
- **S&P500_Materials:** 15%
- **S&P500_Telecom_Services:** 5%
- **S&P500_Utilities:** 10%
- **REIT:** 10%

Inversor en empresas ‘en crecimiento’ (growth): Este inversor tiene una alta tolerancia al riesgo por lo que está dispuesto a pagar altas valuaciones por acciones de empresas que se encuentran en industrias que están experimentando un rápido crecimiento estructural y las que además, por sus propios drivers, también cuentan con expectativas muy optimistas de crecimiento futuro. Este tipo de empresas se encuentran principalmente en los siguientes sectores: tecnológico, telecomunicaciones y consumo discrecional, aunque existen varias industrias del sector de la salud que cuentan con estas características.

Composición del portafolio de inversión:

- **S&P500_Consumer_Discretionary:** 25%
- **S&P500_Health_Care:** 20%
- **S&P500_Information_Technology:** 25%
- **S&P500_Telecom_Services:** 20%
- **Russell_2000:** 10%

Inversor moderado: Luego de analizar el contexto internacional, este inversor ha decidido que la crisis financiera ha quedado atrás por lo que es un buen momento para tomar riesgo pero no de manera temeraria debido a que el sentimiento inversor todavía está muy negativo y aún quedan dudas con respecto a la finalización de la crisis financiera en Europa. Es un inversor que no pretende asumir el riesgo que implicaría intentar obtener rentabilidades superiores al 15% promedio anual pero que tampoco se conforma con rentabilidades anuales inferiores al 8% así que, como consecuencia de esto, decide inclinar su portafolio hacia inversiones localizadas principalmente en EEUU pero sin destinar el total de su dinero a acciones debido a que su perfil de riesgo no podría soportar ver a su portafolio de inversión experimentar una volatilidad semejante a la que experimentaron las acciones durante la crisis financiera que había terminado ese mismo año.

Composición del portafolio de inversión:

- **S&P500:** 30%

- **Russell_2000:** 10%
- **Global_Gov_Bonds:** 25%
- **US_Corp_Bonds:** 25%
- **REIT:** 10%

Inversor arriesgado: Este inversor tiene una alta tolerancia al riesgo y pretende que sus inversiones obtengan rentabilidades anuales que superen, en promedio, el 10% anual así que tiene preferencia por construir portafolios concentrados en pocos activos financieros que se caracterizan por tener una alta volatilidad así que no solo ha decidido invertir en acciones pertenecientes a sectores ‘growth’, los cuales son tradicionalmente considerados más volátiles que los sectores ‘value’, sino que además ha decidido aprovechar la oportunidad para invertir en los sectores y activos financieros que fueron más golpeados por la crisis financiera (es decir, real estate, sector financiero y petróleo) debido a que considera que durante los próximos años experimentarán una fuerte recuperación.

Composición del portafolio de inversión:

- **S&P500_Consumer_Discretionary:** 20%
- **S&P500_Financials:** 10%
- **S&P500_Health_Care:** 10%
- **S&P500_Information_Technology:** 20%
- **S&P500_Telecom_Services:** 10%
- **Russell_2000:** 10%
- **Oil_WTI:** 10%
- **REIT:** 10%

Resultados:

El rendimiento que arrojaron durante el periodo 2010-2021 los portafolios anteriormente descritos es el siguiente:

Rendimiento del portafolio: Markowitz

- **Rendimiento anual promedio:** 4,0%
- **Volatilidad anualizada:** 3,03%
- **Sharpe ratio:** 1,31
- **Sortino ratio:** 2,44

Rendimiento del portafolio: Equilibrado

- **Rendimiento anual promedio:** 8,59%
- **Volatilidad anualizada:** 11,85%
- **Sharpe ratio:** 0,72
- **Sortino ratio:** 0,9

Rendimiento del portafolio: Conservador_1

- **Rendimiento anual promedio:** 4,26%
- **Volatilidad anualizada:** 6,16%
- **Sharpe ratio:** 0,69
- **Sortino ratio:** 1,22

Rendimiento del portafolio: Conservador_2

- **Rendimiento anual promedio:** 6,84%
- **Volatilidad anualizada:** 7,07%
- **Sharpe ratio:** 0,96
- **Sortino ratio:** 1,33

Rendimiento del portafolio: Sesgo_Continuidad

- **Rendimiento anual promedio:** 7,49%
- **Volatilidad anualizada:** 13,64%
- **Sharpe ratio:** 0,55
- **Sortino ratio:** 0,68

Rendimiento del portafolio: Value_Investor

- **Rendimiento anual promedio:** 9,99%
- **Volatilidad anualizada:** 13,97%
- **Sharpe ratio:** 0,71
- **Sortino ratio:** 0,92

Rendimiento del portafolio: Growth_Investor

- **Rendimiento anual promedio:** 15,26%
- **Volatilidad anualizada:** 13,92%
- **Sharpe ratio:** 1,09
- **Sortino ratio:** 1,68

Rendimiento del portafolio: Moderado

- **Rendimiento anual promedio:** 9,3%
- **Volatilidad anualizada:** 8,76%
- **Sharpe ratio:** 1,06
- **Sortino ratio:** 1,29

Rendimiento del portafolio: Arriesgado

- **Rendimiento anual promedio:** 14,41%
- **Volatilidad anualizada:** 14,46%
- **Sharpe ratio:** 0,99
- **Sortino ratio:** 1,39

El portafolio de Markowitz continúa teniendo (y por amplio margen) el mayor ratio de Sharpe y de Sortino de todos los portafolios evaluados, pero es importante remarcar algunas consideraciones al respecto:

- Rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros y eso se nota claramente en el hecho de que el rendimiento promedio anual de este portafolio se redujo casi a la mitad respecto del rendimiento que obtuvo durante el periodo 1990-2009, aunque también es cierto que su volatilidad se mantuvo prácticamente sin cambios.
- Ostentar los ratios de Sharpe y Sortino más altos no significa necesariamente que ese portafolio sea el más adecuado para todo tipo de inversor ya que este portafolio, en particular, claramente no cumple con los objetivos de rendimiento promedio anual que podría estar necesitando un inversor cuyos objetivos de inversión requieren que sus inversiones le generen, en promedio, rendimientos anuales superiores al 10% durante varios años aunque, como suele ser habitual en los mercados financieros, a mayores objetivos de rendimiento por parte de los inversores, estos deberán también estar dispuestos a asumir una mayor volatilidad en el comportamiento de su portafolio de inversión.

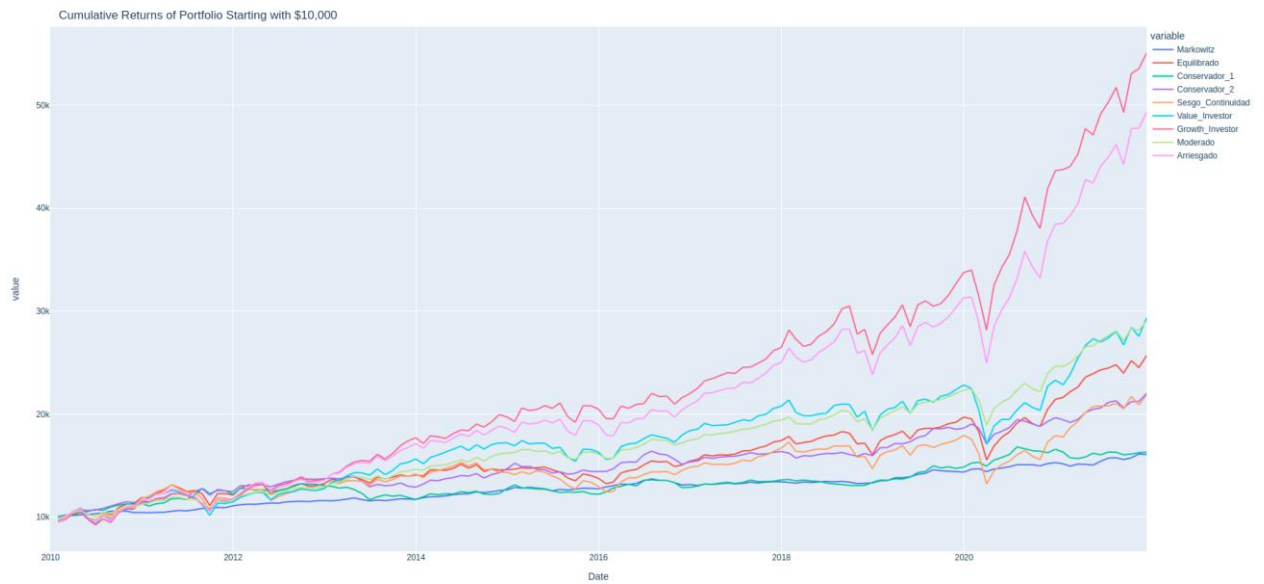
Así como los mercados financieros durante la década de los años 2000 estuvieron protagonizados por las empresas de sectores ‘value’, las cuales a su vez provocaron que esa década estuviera

protagonizada por Europa y los mercados emergentes gracias a que las empresas listadas públicamente en sus mercados financieros pertenecen en su mayoría a estos sectores, la década iniciada en 2010 tuvo como protagonistas a las empresas de sectores ‘growth’, gracias a lo cual EEUU volvió a dominar la escena de los mercados financieros internacionales gracias a que sus mercados financieros tienen como protagonistas destacadas a las empresas de esos sectores. Todo esto queda en evidencia en el gráfico que se encuentra a continuación, el cual muestra los rendimientos individuales acumulados que obtuvieron los activos financieros seleccionados para estos ejemplos durante el periodo 2010-2021.



Fuente: Elaboración propia.

A continuación se muestran gráficamente los rendimientos acumulados que obtuvieron los portafolios de inversión de los ejemplos descritos anteriormente:



Fuente: Elaboración propia.

En base a las similitudes que pueden observarse entre el rendimiento que obtuvieron individualmente los activos financieros seleccionados para estos ejemplos durante el periodo 2010-2021 y los rendimientos que obtuvieron durante el mismo periodo aquellos portafolios que los incluyeron como protagonistas nótese que, como afirma el método Top-Down, la clave del rendimiento de un portafolio de inversión está explicada por la selección de los tipos de activos financieros que se incluirán en el mismo y no por los activos concretos seleccionados. Dicho de otra manera, si un inversor decidió invertir en acciones del sector tecnológico durante la década de 2010-2021, la diferencia de rendimiento que hubiese obtenido en caso de haber elegido invertir en Apple, Google, Microsoft o Adobe, por citar algunos ejemplos, hubiera sido muy poco significativa en el rendimiento final que hubiese obtenido la totalidad de su portafolio al finalizar el periodo evaluado debido a que la decisión que provocó que su portafolio obtuviera un excelente rendimiento total durante ese periodo no fue la de elegir alguna de esas empresas en particular sino la de invertir en empresas ‘growth’ en general, particularmente las pertenecientes al sector tecnológico. Por el contrario, aquellos inversores que decidieron invertir en empresas del sector energético durante ese periodo obtuvieron rendimientos mediocres por parte de esas inversiones, y la causa de esos pobres rendimientos no se debió a que invirtieron concretamente en Exxon Mobil, Chevron o Conoco Phillips sino a que decidieron invertir en un sector cuyos fundamentos durante ese periodo fueron transversalmente desfavorables para las empresas que lo componían como consecuencia del gran aumento que tuvo la oferta de petróleo durante el mismo, el cual provocó una fuerte caída de los precios del crudo que se trasladó a los cashflows de las empresas del sector, sin importar lo buena o mala que fuera su gerencia, lo óptima que fuese su estructura de capital o la cantidad de pozos petroleros que estuvieran operando en ese momento.

Conclusiones

La metodología Top-Down es, para el autor de este trabajo de investigación, la que ofrece la manera más sensata y ‘humana’ para el correcto armado de un portafolio de inversión. Es *sensata* porque, como lo demuestran Brinson, Randolph y Beebower (1986) y Brinson, Singer y Beebower (1991), pone el foco en las decisiones que son las que más determinan el rendimiento final que eventualmente termina teniendo todo portafolio de inversión, y es *humana* porque no asume erróneamente que los seres humanos son racionales al invertir; como consecuencia de esto último, en su nivel más alto esta metodología no solo tiene en cuenta los drivers y sesgos emocionales de los inversores sino que, además, como se explicó en la sección ‘El método TOP-DOWN deconstruido’, siempre comienza analizando el horizonte temporal, objetivos de inversión y tolerancia al riesgo del inversor para luego, a partir de esa información, construir un portafolio de inversión que se adapte completamente a sus necesidades, personalidad e idiosincrasia.

El método Top-Down pone al inversor en un proceso decisorio que va desde lo general a lo particular, haciéndolo pasar por diferentes etapas que lo van guiando en un proceso de toma de decisiones que van decreciendo en grado de importancia. En ese sentido, es una metodología muy eficiente para el armado de un portafolio de inversión debido a que fuerza al inversor a pasar la mayor parte del proceso decisorio enfocado en la toma de aquellas decisiones que más efecto terminarán teniendo en el rendimiento final que eventualmente tendrá su portafolio de inversión. En otras palabras, es una metodología enfocada en aquello que, en la práctica, ha demostrado ser lo más determinante del rendimiento total de un portafolio de inversión y, por esa razón, intenta evitar en todo lo posible que el inversor se disperse de lo verdaderamente importante al invertir y que ‘se vaya por las ramas’, utilizando por ejemplo una gran cantidad de tiempo en analizar una empresa concreta pero sin haber analizado previamente, y en profundidad, la industria y/o el sector al que esta pertenece; hacer eso, según la filosofía del método Top-Down, es algo muy ineficiente para el inversor porque, en este caso en particular, está poniendo el foco en una tarea que eventualmente explicará menos del 10% del rendimiento total que terminará teniendo su portafolio de inversión cuando podría, en su lugar, estar dedicando su tiempo y esfuerzo a estudiar una industria o sector, cuya correcta selección es capaz de explicar el 20% o hasta 30% del rendimiento total del mismo.

El método Top-Down es sensato, pragmático, humanamente realista y eficiente en el uso de los recursos del inversor o analista financiero durante el proceso de armado de un portafolio de inversión; por todas estas razones, el autor de este trabajo de investigación recomienda enfáticamente su utilización en el proceso de armado de portafolios de inversión.

Consejos y sugerencias:

- Al momento de iniciar el armado de un portafolio de inversión, prestar especial atención a la información brindada por las tres preguntas iniciales descriptas en la sección ‘El método

TOP-DOWN deconstruido’ ya que todo portafolio de inversión tiene un ‘dueño’ y es a él a quien debe satisfacer, no al analista o asesor financiero.

- Si el rendimiento de un portafolio de inversión no está cumpliendo con los objetivos para los que fue construido, no busque la causa de ello en las decisiones tomadas a más bajo nivel y/o en los activos financieros concretos seleccionados para formar parte del mismo sino, más bien, ponga el foco en las decisiones tomadas a nivel de tipos de activos financieros seleccionados o de sus principales características ya que esas, con mucha diferencia, son las decisiones que principalmente determinan el rendimiento total que obtiene un portafolio de inversión. En otras palabras, si un portafolio de acciones está obteniendo rendimientos muy negativos, las principales causas de ello no están en que el inversor seleccionó la empresa A o la B para que forme parte del mismo sino, más bien, en los sectores o industrias en los que decidió invertir o incluso en el hecho de que haya decidido invertir en acciones en un momento en el que tal vez no era conveniente hacerlo porque el driver económico de más alto nivel estaba mostrando un deterioro de la actividad económica del país que afectaría transversalmente a todas las empresas.
- Cuanto más alto es el nivel de armado del portafolio (ver sección ‘El método TOP-DOWN deconstruido’ para más detalles), más profundo, amplio y exhaustivo debe ser el análisis de las variables y componentes que forman parte del mismo. Dicho de otra manera, haber estudiado y analizado pobremente una empresa que se ha decidido incluir en el portafolio es una invitación a que dicha inversión afecte negativamente en el futuro al rendimiento total del mismo, pero el estudio de un sector, industria o tipo de activo financiero tiene un efecto tan magnificador en el rendimiento total del portafolio de inversión que hacerlo pobremente y a la ligera es directamente una invitación del inversor a la pérdida permanente e irrecuperable de su capital invertido.

Bibliografía

- Allen, F. and Gale, D. (2000). Bubbles and Crises. *The Economic Journal*, 110: 236-255.
- Aliber, R. Z. and Kindleberger, C. P. (2011). *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*. New York: Palgrave Macmillan.
- Amat Salas, O. (2017). *Empresas que mienten*. Barcelona: Profit Editorial.
- Antoons, W. (2016). *Market Timing: Opportunities and Risks*. Brandes Institute Research.
- Barberis, N., Andrei S. and Robert Vishny. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics* 49 (3): 307-343.
- Barney, J. B. (2013). *Gaining and sustaining competitive advantage*. Pearson Education Limited.
- Barney, J. B. and Hesterly, W. S. (2019). *Strategic management and competitive advantage, Concepts and cases*. Pearson Education, Inc.
- Bauer, R. A. (1960). Consumer behavior as risk taking. In R. S. Hancock (ed), *Dynamic Marketing for a Changing World*. Chicago: American Marketing Association.
- Bernstein, P. L. (1997). *How we take risks. Across the Board*. New York: Marcel Dekker, Inc.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. and Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance*. New York. McGraw-Hill Education.
- Brinson, G. P., Randolph H. L. and Beebower, G. L. (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, 42(4), 39-44.
- Brinson, G. P., Singer, B. D. and Beebower, G. L. (1991). Determinants of Portfolio Performance II: An Update. *Financial Analysts Journal*, 47(3), 40-48.
- Booth, J. (2020). *The Price of Tomorrow: Why Deflation is the Key to an Abundant Future*. Stanley Press.
- Buckingham, M. (1999). *First, break all the rules: What the world's greatest managers do differently*. New York: Simon & Schuster.
- Curtis, G. (2004). Modern portfolio theory and behavioral finance. *Journal of Wealth Management* 7, 2: 16-22.
- Cooper, M. J., Raghavendra, R. and Orlin D. (2001) A Rose.com by Any Other Name. *The Journal of Finance*, Volume 56: 2371-2388.

- Cooper, M. J., Raghavendra, R. Patel, A., Osobov, I. and Khorana, A. (2005). Managerial actions in response to a market downturn: Corporate name changes during the dot.com decline. *The Journal of Corporate Finance*, Volume 11: 319-335.
- Cox, D. F. and Rich, S. U. (1964). Perceived risk and consumer decision making: The case of telephone shopping. *Journal of Marketing Research* 1: 32–39.
- Cunningham, L. A., Eide T. T. and Hargreaves, P. (2018). *Invirtiendo En Calidad. Claves para invertir a largo plazo en las mejores empresas*. Deusto.
- Damodaran, A. (2005). *Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*. SSRN Electronic Journal.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. New York, Estados Unidos: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2017). *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. New York, Columbia University Press.
- Daniel, K. and Titman, S. (2000). Market efficiency in an irrational world. Working paper 7489. National Bureau of Economic Research (NBER).
- Dorsey, P. (2016). *El pequeño libro que genera riqueza: La fórmula definitiva para encontrar inversiones excelentes*. Deusto
- Eaton, R. D. V. (2000). The psychology behind common investor mistakes. *AAII Journal*, 2–5
- Eatwell, J. (2004). Useful Bubbles. *Contributions to Political Economy*. Volume 23, Issue 1, Pages 35–47.
- Falconer, L. (2002). The influences of risk perception. Working paper (abridged version). University of Bath.
- Fama, E. F. (1965a). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal* (September/October): 55–59.
- Fama, E. F. (1965b). The behavior of stock market prices. *Journal of Business* 38: 34–105.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. and French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47, 427-465.
- Farhi, E. and Panageas, S. (2005). The Real Effects of Stock Market Mispricing at the Aggregate: Theory and Empirical Evidence. SSRN Electronic Journal.

Fernandez, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. IEEM: Revista de Antiguos Alumnos, ISSN 1510-4214, Año 3, N°. 2, 2000, pags. 8-16.

Fernandez, P., Carabias, J. M., (2015). El Peligro de utilizar Betas Calculadas (The Danger of Using Calculated Betas). UCJC Business and Society Review.

Fernandez, P., Fernández Acín, I. and Linares, P. (2017). 10 Errores frecuentes de algunos Abogados sobre Finanzas y Contabilidad (10 Errors of Lawyers About Finance and Accounting). SSRN Electronic Journal.

Fernandez, P. (2017). Beneficio y flujos. El beneficio es una decisión discutible, pero el cash flow es un hecho (Cash Flow Is a Fact: Net Income Is Just an Opinion). SSRN Electronic Journal.

Fernández, P. (2017). Prima de Riesgo del Mercado: Histórica, Esperada, Exigida e Implícita. UCJC Business and Society Review.

Fernandez, P. (2018). Contabilidad: Qué Dice y qué no Dice (Accounting: What It Is and What It Is Not). SSRN Electronic Journal.

Fernandez, P. (2018). La inflación disminuye el valor de las empresas (How Inflation Destroys Value). SSRN Electronic Journal.

Fernandez, P., Bermejo, V. J. (2019). $\beta = 1$ Does a Better Job than Calculated Betas. UCJC Business and Society Review.

Fisher Investments (2019). The investor's guide to bear markets. Fisher Investments Press.

Fisher Investments, Kriz J. J. (2012). Fisher Investments on financials. John Wiley & Sons, Inc.

Frush, S. (2008). Commodities Demystified. US: McGraw-Hill.

Ganzach, Y. (2000). Judging risk and return of financial assets. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 83: 353-370.

Gigerenzer, G., Todd, P. M. and ABC Group. (1999). Simple Heuristics that Make Us Smart. New York: Oxford University Press.

Gjerstad, S. and Smith, V. (2009). Monetary Policy, Credit Extension, and Housing Bubbles: 2008 and 1929. Critical Review. 21. 269-300.

Graham, J. R., Harvey, C. R. and Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. SSRN Electronic Journal.

Grossman, S. and Stiglitz, J. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. The American Economic Review, 70(3), 393-408.

- Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L. (2014). The Value of Corporate Culture. *Journal of Financial Economics*.
- Hammond, J., Keeney, R. and Raiffa, H. (1998). The hidden traps in decision making. *Harvard Business Review* 76: 47–58.
- Hayes, R. H., Wheelwright, S. G. (1979). The Dynamics of Process-Product Life Cycles. *Harvard Business Review* (March–April): 127–136.
- Heilar, C., Lonie, A., Power, D. and Sinclair, D. (2001). Attitudes of UK Managers to Risk and Uncertainty. Edinburgh, Scotland: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Hellriegel, D., Slocum, J. and Woodman, R. (1989). *Organizational Behavior*, 5th edition. St. Paul, MN: West Publishing Company.
- Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *Journal of Finance* 56, 4: 1533–1597.
- Hirshleifer, D. and Shumway, T. (2003). Good day sunshine: Stock returns and the weather. *Journal of Finance*, vol. 58(3): 1009-1032.
- Hong, H. and Kacperczyk, M. (2007). The price of sin: The effects of social norms on the market. Princeton University, working paper.
- Huerta de Soto, J. (2009). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* (cuarta edición). Union Editorial.
- Hsee, C. K. (1998). Less is better: When low-value options are judged more highly than high-value options. *Journal of Behavioral Decision Making*, 11: 107–21.
- Kaufman, B., Lewin, D., Mincer, J. and Cummings, L. (1989). Models of man in industrial relations research. *Industrial & Labor Relations Review* 43, 1: 72–88.
- Kahneman, D. (2002). Maps of bounded rationality: A perspective on intuitive judgment and choice. Nobel Prize lecture.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and bias. *Science* 185: 1124–1131.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A. (1982). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. New York: Cambridge University Press.
- Kim, W.C. and Mauborgne, R. (2008). *La estrategia del océano azul. Verticales*.

- Lakonishok, J., Shleifer, A. and Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, XLIX, no. 5, 1541-1578.
- Leong, M., Chen, X., Yao, X. and Yao, X. (2018). CEO Tenure and Stock Returns Performance. *SSRN Electronic Journal*.
- Lally, M. and Swidler, S. (2008). Betas, market weights and the cost of capital: The example of Nokia and small cap stocks on the Helsinki Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*.
- Luthans, F. (1998). *Organizational Behavior*, 8th edition. Boston, MA: McGraw-Hill.
- Lux, T. (1995). Herd Behaviour, Bubbles and Crashes. *The Economic Journal*, 105(431), 881–896.
- Mansfield, E., Schwartz, M. and Wagner, S. (1981). Imitation Costs and Patents: An Empirical Study. *Economic Journal* 91.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 7(1), pages 77-91.
- Mauboussin, M. J., Callahan, D. and Majd, D. (2016). Measuring the Moat. Assessing the Magnitude and Sustainability of Value Creation. Credit Suisse Group AG.
- MacCrimmon, K. R. and Wehrung, D. A. (1988). *Taking Risks: The Management of Uncertainty*. New York: The Free Press, A Division of Macmillan, Inc.
- Mackey, J. and Sisodia, R. (2013). *Conscious capitalism: liberating the heroic spirit of business*. Boston, Massachusetts: Harvard Business Review Press.
- March, J. G. and Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*: 1404–1418.
- Moore, G. A. (2015). Cruzando el abismo. *Gestión* 2000.
- Nayar, V. (2010). *Empleados primero, clientes segundo: convertir la gestión convencional al revés*. Harvard Business Press.
- Nichols, N. A. (1993). Efficient? Chaotic? What's the new finance? *Harvard Business Review* 71: 50–60.
- O'Reilly, C., Caldwell, D., Chatman, J. and Doerr, B. (2014). The Promise and Problems of Organizational Culture: CEO Personality, Culture, and Firm Performance. *Group & Organization Management* (39) 595-625.

- O'Reilly, C., Chatman, J. and Caldwell, D. (1991). People and Organizational Culture: A Profile Comparison Approach to Assessing Person-Organization Fit. *Academy of Management Journal*. 34. 487-516.
- Olsen, R. A. (2001). Behavioral Finance as science: Implications from the research of Paul Slovic. *Journal of Behavioral Finance* 2, 3: 157–159.
- Osterwalder, A. and Yves P. (2010). *Business Model Generation*. Chichester, England: John Wiley & Sons.
- Plous, S. (1993). *The Psychology of Judgment and Decision Making*. New York: McGraw-Hill, Inc.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy*. New York: Free Press.
- Quinn, W. and Turner, J. (2020). *Boom and bust: A global history of financial bubbles*. New York: Cambridge University Press.
- Reilly, F. K. and Brown K. C. (2011). *Investment Analysis and Portfolio Management*. Cengage Learning.
- Reinhart, C, M., Rogoff, K, S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. New Jersey. Princeton University Press.
- Renn, O. (1990). Risk perception and risk management: A review. *Risk Abstracts* 7, 1: 1– 9.
- Ricciardi, V. (2004). A risk perception primer: A narrative research review of the risk perception literature in behavioral accounting and behavioral finance. Working paper.
- Ricciardi, V. and Simon, H. (2000). The case for behavioral finance: A new frontier. The Northeast Business & Economics Association. 27th Annual Conference, Islandia, New York.
- Ricciardi, V. and Simon, H. (2001). Behavioral finance: A new perspective for investors and financial professionals. Working paper.
- Ries, E. (2011). *The lean startup: How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses*. Crown Business.
- Rohrmann, B. (1999). *Risk Perception Research: Review and Documentation*. Research Center Juelich: RC Studies Nro. 68.
- Rowland C. and Lawson M., (2012), *The Permanent Portfolio: Harry Browne's Long-term Investment Strategy*. Wiley.
- Payne, J. W., Bettman, J. R. and Johnson, E. J. (1993). *The Adaptive Decision Maker*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

- Savage, L. J. (1954). *The Foundations of Statistics*. New York: John Wiley & Sons.
- Scherbina, A. and Schlusche, B. (2014). Asset price bubbles: a survey, *Quantitative Finance*, 14, issue 4, p. 589-604.
- Schick, A., Gordon, L. and Haka, S. (1990). Information overload: A temporal approach. *Accounting Organizations and Society* 15: 199–220.
- Schwartz, H. (1998). *Rationality Gone Awry? Decision Making Inconsistent with Economic and Financial Theory*. Westport, CT: Greenwood Publishing Group, Inc.
- Seiler, P. (2019), *Only the Best Will Do. The compelling case for investing in quality growth businesses*, Harriman House.
- Shearn, M. (2011). *The Investment Checklist: The Art of In-Depth Research*. Wiley.
- Shefrin, H. (2000). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Shefrin, H. (2005). *Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance: (Second Edition)*. Princeton University Press.
- Shiv, B. and Fedorikhin, A. (1999). Heart and mind in conflict: The interplay of affect and cognition in consumer decision making. *The Journal of Consumer Research*. Vol. 26, no. 3: 278-292.
- Siegel, J. J. (2014). *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Simon, H. A. (1947). *Administrative Behavior*. New York: The Free Press.
- Simon, H. A. (1956). Rational choice and the structure of environments. *Psychological Review* 63, 129–138.
- Sisodia R., Wolfe D. and Sheth J. (2007). *Firms of endearment. How world-class companies profit from passion and purpose*, Pearson FT Press.
- Sitkin, S. B. and Weingart, L. R. (1995). Determinants of risky decision-making behavior: A test of the mediating role of risk perceptions and propensity. *Academy of Management Journal* 38, 6: 1573–1592.
- Skinner, D. and Sloan, R. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*. Vol. 7, Iss. 2-3 (June-September): 289.

- Slovic, P., Fischhoff, B. and Lichtenstein, S. (1982). Facts and fears: Understanding perceived risk. In D. Kahneman, P. Slovic, and A. Tversky (eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (pp. 463–489). New York: Cambridge University Press.
- Slovic, P., Finucane, M., Petersand, E. and MacGregor, D. G. (2002). The affect heuristic. *Heuristics and Biases*, Gilovich, Griffin and Kahneman eds. New York: Cambridge University Press.
- Schilit, H. M., Perler, J and Engelhart, Y. (2018). *Financial shenanigans*. New York, N.Y: McGraw-Hill.
- Statman, M. (1999). Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal* 55, 6: 18–27.
- Statman, M. (2005). Normal investors then and now. *Financial Analysts Journal* 61, 2: 31–37.
- Statman, M., Fisher, K. and Anginer, D. (2008). Affect in a Behavioral Asset Pricing Model. *Financial Analysts Journal*. Vol. 64, No. 2 (Mar. - Apr., 2008), pp. 20-29.
- Strong, R. A. (2006). *Practical Investment Management*, 4th edition. Mason, OH: Thomson Higher Education, Thomson: South-Western.
- Tarasoff, J. and McCormack, J. (2013). How to Create Value Without Earnings: The Case of Amazon. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 25, Issue 3, pp. 39-43.
- Thaler, R. H. (1994). *Quasi Rational Economics*. New York: Russell Sage Foundation.
- Thompson, E. A. and Hickson, C. R. (2006). Predicting bubbles. *Global Business and Economics Review*, 8, issue 3/4, p. 217-246.
- Turconi, S., Sull, D. and Sull, C. (2020). When It Comes to Culture, Does Your Company Walk the Talk? *MIT Sloan Management Review*.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185 4157, 1124-31.
- Valenzuela Villagra, V. (2013). *Finanzas Conductuales. Un híbrido entre la psicología y las finanzas*. Documento de Análisis N° 7, Universidad Andrés Bello, Chile.
- Weber, E. U. (2004). Perception matters: Psychophysics for economists. In J. Carrillo & I. Brocas (Eds.), *Psychology and economics* (pp. 165–176). Oxford, England: Oxford University Press.